

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

L'ASSISTANCE MUTUELLE

DES

BANQUES D'ÉMISSION

DEPUIS LA GUERRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 10 Décembre 1934, à 13 h. 30

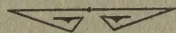
PAR

MILOUTINE Y. DJOURICHITCH

Président : M. OUALID, Professeur.

SUFFRAGANTS : M. AFTALION, Professeur.

M. R. PICARD, Professeur.



PARIS

LES EDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN

F. LOVITON & C^{ie}

160, RUE SAINT-JACQUES

—
1934



Digitized by the Internet Archive
in 2026

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

L'ASSISTANCE MUTUELLE
DES
BANQUES D'EMISSION
DEPUIS LA GUERRE

L'ASSISTANCE MUTUELLE

DES

BANQUES D'ÉMISSION

DEPUIS LA GUERRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 10 Décembre 1934, à 13 h. 30

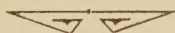
PAR

MILOUTINE Y. DJOURICHITCH

Président : M. OUALID, Professeur.

SUFFRAGANTS : M. AFTALION, Professeur.

M. R. PICARD, Professeur.



PARIS

LES EDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN

F. LOVITON & C^{ie}

160, RUE SAINT-JACQUES

—
1934



A MES CHERS PARENTS

En témoignage de filiale affection.

A MON FRÈRE KRSTO

*En signe de sincère reconnaissance
et de profond dévouement.*

INTRODUCTION

« Répudier l'histoire, tenir ses enseignements en mépris est une caractéristique de notre temps. La logique, dit-on, doit suffire, sans recourir à des expériences vieilles et dont toutes les conditions se sont modifiées. Ce refus de connaître le passé, d'en étudier les enchaînements de cause à effet antérieurs, de prendre son point d'appui solide sur les faits pour en tirer des déductions, est exactement l'antipode de l'esprit scientifique que l'on préconise d'autre part avec fracas et qui cherche, lui, à fonder lentement, progressivement, ses théories momentanées sur tout l'ensemble acquis des observations déjà faites. Placés à un point infime de l'espace et du temps, nous manquons de perspective pour juger ».

Louis de Launay, de l'Académie des Sciences,
La fin d'un monde et le monde nouveau, p. 176.

Le monde économique a été profondément affecté dans sa structure et dans son activité par les changements et les perturbations résultant de la Grande Guerre. Tous les systèmes monétaires s'en sont trouvés ébranlés, beaucoup d'entre eux ont été désorganisés, certains enfin complètement disloqués. Cette crise générale des changes, née de la situation économique et accrue sous l'action des facteurs psychologiques, de simple effet est devenue cause et a exercé à son tour sur le développement de l'économie nationale et internationale une influence décisive.

Cette constatation faite, il faut dire que ce furent surtout les belligérants européens qui ont vu leur système monétaire le plus gravement désorganisé par les conséquences de la guerre et les difficultés de l'après-guerre.

Par contre, la position des Etats-Unis d'Amérique devint prépondérante. L'or, qui quittait les pays européens ainsi que l'or nouvellement extrait des mines, s'est concentré pour la plus grande partie dans ce pays.

L'Europe devenait pauvre en métal jaune.

Du moment que la stabilisation monétaire devait être effectuée par le rattachement de la monnaie à l'or, il devenait manifeste qu'elle serait impossible sans une répartition plus égale, sous une forme ou sous une autre, de ce métal. Les forces économiques n'étant pas de nature à provoquer d'elles-mêmes un renversement durable de la situation, les Banques Fédérales de Réserve des Etats-Unis ont inauguré, à cette occasion, une politique de l'or qui, pour être inspirée du désir d'une plus grande stabilité du niveau américain des prix, n'en visait pas moins à faciliter aux pays européens le retour à l'étalon-or.

Aussi, le premier chapitre de la première partie de cette étude aura-t-il pour titre la situation monétaire mondiale dans les premières années de l'après-guerre. Nous y exposerons l'instabilité des changes européens, l'accumulation de l'or aux Etats-Unis et la politique de l'or des Banques Fédérales de Réserve jusqu'en 1925, date à laquelle la livre sterling a été rattachée à l'or.

En arrivant à la conclusion qu'une des principales causes des importations d'or aux Etats-Unis, surtout pendant la période s'étendant de 1920 à 1925, a été l'instabilité des changes européens, il sera logique d'aborder dans le deuxième chapitre la stabilisation de ces changes, d'autant plus que l'assistance technique des Banques d'émission y a pour beaucoup contribué. Tout en disant, dans ce deuxième chapitre, que la stabilisation de fait de la monnaie a été pratiquée pendant une période plus ou

moins longue, nous parlerons aussi de la stabilisation légale, quoique sa réalisation dépendît des conditions que nous exposerons dans le troisième chapitre qui, lui, traitera de la répartition « dirigée » de l'or après 1925.

Ce troisième chapitre aura pour objet l'étude des efforts déployés par les grandes Banques Centrales pour réaliser un meilleur équilibre de l'or dans le monde. A cet effet, nous parlerons d'abord de la pré-stabilisation du franc français, justifiant cette étude non seulement par le fait que cette stabilisation a fourni l'occasion aux grandes Banques centrales de se prêter un appui mutuel et d'influencer ainsi, dans une certaine mesure, les mouvements de l'or entre les principaux centres monétaires du monde, mais aussi parce que nous aurons à en tirer certaines conclusions dans la seconde partie de notre thèse. La politique d'escompte des Banques Fédérales de Réserve américaines sera traitée ensuite. En parlant de l'abaissement du taux d'escompte de ces Banques, effectué en 1927, nous verrons qu'une partie du surplus d'or américain est retourné vers l'Europe et qu'un certain équilibre de l'or dans le monde était réalisé. Cependant, cet équilibre ne dura pas longtemps. Le relèvement du taux de l'escompte auquel eurent recours, en 1928, les Banques Fédérales de Réserve n'y fut pas étranger. Nous avons cru nécessaire d'en parler également d'abord pour terminer cette première partie par la crise qui éclata en 1929-1930 et ensuite parce que nous aurons à y faire allusion dans la seconde partie.

Cette seconde partie sera intitulée : *Les Banques d'émission et la crise économique mondiale de 1929*. Cette crise a remis en question tout ce qui avait été péniblement réalisé dans la période d'après-guerre. Les prix ont baissé,

les cours de toutes les bourses du monde se sont effondrés, la production s'est ralentie, le commerce international s'est vu paralysé. L'équilibre monétaire, compromis par la grande guerre, fut-il à peine rétabli, que le système monétaire de la plupart des pays s'effondra à nouveau. L'organisation qu'on avait donnée au lendemain de la guerre aux Banques d'émission s'en est trouvée complètement bouleversée. Les effets de cette crise se sentiront longtemps et les économistes en discuteront encore plus longtemps. La politique monétaire et la politique de crédit, en particulier de 1925 à 1929, y a joué un rôle important.

Notre but, dans cette seconde partie, sera de rechercher, dans la mesure du possible, les effets de la coopération des Banques d'émission ou du manque de cette coopération sur les grandes difficultés dont souffre encore aujourd'hui le monde entier.

De prime abord, nous parlerons des efforts mutuels des Banques d'émission en vue de maintenir l'étalon-or au cours de la crise mondiale de crédit de 1931 accompagnée de crises financières et monétaires. En effet, vers le milieu de cette année, et à la suite principalement des facteurs psychologiques et politiques qui sont venus troubler le monde financier déjà énérvé par une crise profonde et prolongée, eurent lieu des retraits portant sur des sommes considérables de fonds étrangers. En été, la situation s'aggrava dans presque tous les pays. De nombreuses institutions bancaires ont été contraintes de suspendre leurs paiements, notamment dans les pays de l'Europe centrale où les banques se trouvaient en liaison étroite avec l'industrie. La crise ne s'est pas bornée aux banques commerciales ; elle s'est également étendue aux Banques

d'émission dont le crédit lui-même fut mis en cause, autrement dit la valeur du billet fut discutée. La tension sur les réserves d'or et de devises des banques centrales de ces pays devint de plus en plus prononcée et les cours des changes étrangers subirent des fluctuations graves.

La Grande-Bretagne a subi, à son tour, les répercussions de ces événements et elle a abandonné l'étalon-or, suivie bientôt par un grand nombre d'autres pays. Le mouvement de retrait des capitaux s'est fait sentir également aux Etats-Unis, provoquant une crise passagère du dollar.

Dans le domaine des crédits à court terme, qui nous intéresse seul, à côté d'autres mesures pour rétablir la confiance, on eut recours à l'assistance des Banques d'émission des autres pays. C'est ici que s'est révélée toute l'utilité de la création de la Banque des Règlements Internationaux en liaison avec le Plan Young. En effet, c'est sur l'initiative et par l'intermédiaire de cette institution que furent fournis, pour la plus large part, des crédits à court terme aux Banques centrales menacées (1). L'action internationale ainsi déclenchée ralentit, dans une certaine mesure, la panique, mais, étant donné la persistance de la crise, on ne put se passer de la nécessité de négocier une série d'arrangements de prorogation et de moratoires dans les derniers mois de 1931 et au début de 1932. On peut dire que cet état de choses persiste toujours.

Ainsi cette phase financière de la crise économique a suscité des concours étrangers et réveillé l'esprit de coopération internationale (2), mais elle a contribué également

(1) Voir *Deuxième Rapport Annuel de la Banque des Règlements Internationaux*, Bâle, 1932.

(2) La coopération des Banques d'émission a eu lieu aussi avant la guerre. La Banque de France a prêté de l'or à plusieurs reprises à la Banque d'Angleterre en difficultés (V. Lescure,

à prolonger la crise et à en aggraver l'intensité. Sans nous étendre sur les détails de ces événements et en nous bornant à exposer ce qui a trait à notre sujet, il ne sera pas sans intérêt d'y consacrer le premier chapitre de cette seconde partie.

Dans le deuxième chapitre, après avoir dit qu'au point où on en était arrivé, le maintien de l'étalon-or était difficile, sinon impossible, et que la cause fondamentale de son effondrement a été la crise économique elle-même, nous nous demanderons si cette crise pouvait être attribuée au manque de coopération des Banques d'émission qui aurait eu pour conséquence une pénurie de ressources monétaires dans le monde. A ce sujet, on sait que depuis la crise actuelle on a beaucoup discuté sur le problème de la répartition de l'or dans le monde. Les pays que l'or quittait pour aller s'accumuler dans les caisses des Banques d'émission des Etats-Unis et de France se sont plaints de l'attitude de ces deux pays, surtout de la France. Cette répartition de l'or a été considérée par certains théoriciens comme cause de la crise économique et, en conséquence, ils ont pensé qu'une redistribution de ce métal précieux serait susceptible de ramener une situation économique plus normale. Dans ce deuxième chapitre nous insisterons sur la portée de ces allégations en disant aussi quelques mots de la hausse du taux d'escompte décidée en 1928 par les Federal Reserve Banks, hausse qui, peu à peu, a gagné le monde entier et pour laquelle certains diront qu'elle fut injustifiée et les autres qu'elle fut trop tardive. Dans un cas comme dans l'autre la politique d'escompte

Banques de dépôts, banques d'émission et banques de réserve, Revue d'économie politique, 1921, p. 426). Toutefois, on peut dire qu'avant la guerre il n'existait qu'une coopération restreinte.

des Banques de Réserve aurait été néfaste pour le niveau des prix dans le monde.

Le troisième chapitre portera sur la responsabilité de la coopération des Banques d'émission dans la crise économique mondiale de 1929-1930. Dans ce troisième chapitre nous nous demanderons à notre tour si l'ampleur et l'intensité de la dépression mondiale ne serait pas due, dans une certaine mesure, aux efforts des Banques d'émission en vue d'une action concertée dans le domaine monétaire. Dans ce but, nous étudierons, d'une part, l'extension d'après-guerre du système qu'on a coutume d'appeler l'étalon de change-or et, d'autre part, la coopération des Banques d'émission en matière de crédit. C'est à cette occasion que nous ferons allusion aux résolutions de la Conférence de Gênes de 1922 qui avaient souligné l'importance, pour les problèmes monétaires et de crédit, d'une coopération des Banques centrales.

Après tout ce qui vient d'être dit on peut déjà s'apercevoir qu'à diverses reprises et par la force des choses la première partie de notre thèse anticipera la seconde. C'est qu'en effet certains enseignements découleront, pour ainsi dire, d'eux-mêmes de la simple relation des faits. En cherchant à coordonner dans la deuxième partie les résultats des observations que nous auront faites dans la première, nous encourrons forcément le risque de nous répéter et nous nous en excusons à l'avance.

Enfin, nous tenons à faire remarquer qu'à une époque où on parle tant de coopération des Banques d'émission, nous ne nous dissimulons pas, en écrivant cet ouvrage, toute l'ampleur du sujet. Aussi n'est-il pas dans notre intention de répondre à toutes les questions que le titre de l'ouvrage pourrait comporter. C'est seulement à l'ex-

posé de ce qu'on pourrait appeler une expérience que nous nous attaquerons en nous efforçant constamment de mentionner la bibliographie sur laquelle nous nous sommes appuyé en soutenant telle ou telle opinion. « Plus de patience, moins d'agitation ; plus d'observation, moins d'imagination » (1).

En suivant le chemin que nous venons de tracer, nous sommes convaincu que la conclusion que nous croyons pouvoir tirer de l'expérience ainsi acquise présentera un intérêt capital pour l'avenir.

(1) Charles Bodin, *Economie dirigée. Economie scientifique*, p. 139.

PREMIÈRE PARTIE

LES TENTATIVES DE COOPÉRATION
DES BANQUES D'ÉMISSION
DANS LA PÉRIODE DE L'APRÈS-GUERRE

PREMIÈRE PARTIE

LES TENTATIVES DE COOPÉRATION DES BANQUES D'ÉMISSION DANS LA PÉRIODE DE L'APRÈS-GUERRE

CHAPITRE PREMIER

LA SITUATION MONÉTAIRE DU MONDE DANS LES PREMIÈRES ANNÉES DE L'APRÈS-GUERRE

Dans les pages qui vont suivre nous donnerons un aperçu d'ensemble de la situation monétaire mondiale dans les premières années de l'après-guerre, mais un aussi vaste sujet ne peut évidemment être traité entièrement dans le cadre d'un seul chapitre. Aussi, devons-nous nous borner à un exposé succinct des faits qui intéressent de plus près l'objet de notre thèse. A cet effet, nous étudierons rapidement dans une première section l'instabilité monétaire en Europe, dans une deuxième la concentration de l'or aux Etats-Unis et dans une troisième la politique de l'or du *Federal Reserve Board* des Etats-Unis pendant la période antérieure à l'année 1925 et en tant qu'elle touche de près à notre sujet.

SECTION PREMIÈRE

La situation monétaire en Europe§ 1. — *Les changes pendant la guerre.*

Au début de la guerre, presque tous les Etats ont abandonné l'étalon-or en déclarant le cours forcé. La mesure fut prise :

Le 31 juillet 1914 en Suisse et en Hollande ;

Le 2 août 1914 en Belgique ;

Le 4 août 1914 en Allemagne ;

Le 6 août 1914 en France ;

Le 7 août 1914 en Russie ;

Le 2 août 1914 en Suède et au Danemark ;

Le 18 août 1914 en Norvège ;

Au début de février 1915 en Finlande.

Le 14 août 1914, la Banque d'Autriche-Hongrie a été relevée de son obligation de maintenir le change de la couronne au pair.

En Angleterre, pendant la guerre, le cours forcé n'a pas été établi légalement, mais les obstacles et les difficultés imposés à l'exportation du métal jaune équivalaient pratiquement à l'abandon de l'étalon-or.

A côté d'autres conséquences d'un ordre plus général et dont nous aurons à parler à maintes reprises tout au cours de cette thèse, la déclaration du cours forcé du billet de banque eut pour conséquence immédiate l'embargo sur l'or, l'interdiction de l'agio de l'or, ou, ce qui revient au même, de la vente de l'or à prime, ainsi que l'interdiction de la refonte des monnaies, les gouvernements intéressés voulant par ces dernières mesures dissimuler l'écart qui devait fatalement se produire entre le prix légal et le prix commercial de l'or.

Dès l'ouverture des hostilités, on s'efforça par tous les moyens possibles de retirer de la circulation l'or monnayé ou non et de le diriger vers l'Institut d'émission pour accroître l'encaisse métallique de ce dernier et garantir ainsi aux yeux du public la valeur du billet de banque. Les autres banques ont été sollicitées à leur tour de se défaire de leur or d'une manière plus ou moins complète au profit de la Banque Centrale.

Le succès de cette propagande patriotique, qui est connu sous le nom de *campagne de l'or*, fut considérable dans tous les pays belligérants. La réserve or de la Reichsbank qui, au début de la guerre, s'élevait à 1 milliard et quart doubla pour la fin de 1916 (1). La Banque de France reçut du public, au cours de la guerre, un total d'or s'élevant à 2.400 millions de francs (2).

Mais l'accroissement des réserves-or des instituts d'émission n'allait pas aussi vite que l'accroissement de la circulation des billets, car, faute de ressources suffisantes fournies par l'impôt, les dépenses de guerre furent couvertes par émissions de billets en ne tenant pas compte de la quantité d'or détenue par l'Institut d'émission. A côté de la presse à billets, on émit aussi des emprunts de guerre qui ont atteint par la suite des chiffres fort élevés.

Ainsi, au lieu d'être déterminée par l'encaisse métallique et les besoins de la circulation qui caractérisent une vie économique normale, la quantité de la monnaie est commandée par les besoins de l'Etat. En résumé, le choc

(1) Richard Lewinston, *Histoire de l'inflation*, p. 9.

(2) Decamps, *Les changes étrangers*, p. 365.

de la guerre amena les pays belligérants « à se réfugier derrière la presse à papier » (1).

En même temps, ces pays eurent à faire face au formidable problème des règlements extérieurs posé par l'énorme déficit de leur balance commerciale. Pour ne citer que la France, le déficit de sa balance commerciale pour l'année 1915 s'élevait, par exemple, à 5 milliards et $\frac{1}{2}$ de francs au pair d'avant-guerre, et pour l'année 1916 à 14 milliards environ (2).

Pour parer au risque d'assister à l'effondrement de leurs devises sur les marchés extérieurs, les pays belligérants ont dû trouver les moyens nécessaires au financement de ces énormes achats au dehors car, à défaut de ces expédients, la balance des comptes déficitaire et le mouvement défavorable de capitaux dû à des influences d'ordre psychologique, venant s'ajouter à l'inflation de signes monétaires et de crédit (3) pratiquée à l'intérieur du pays, auraient eu pour conséquence inévitable de diminuer considérablement la valeur de la monnaie sur le marché des changes. Dès lors les milieux officiels se sont surtout attachés à l'aspect extérieur de leur monnaie (4).

(1) Withers, *Qu'est-ce que la Monnaie ?* Trad. française, 1932, p. 198.

(2) Rist, *L'effort financier de la France et les problèmes des comptes internationaux en 1915 et 1916*, *Revue d'économie politique*, 1917, p. 29.

(3) A la différence des Banques d'émission des autres belligérants, la Banque d'Angleterre ne finança pas les besoins nés de la guerre par une émission supplémentaire de billets, bien qu'elle eût été autorisée, dès le début des hostilités, à dépasser le chiffre légal de son émission. C'est à une inflation de crédits que le Gouvernement anglais eut recours en utilisant à cette fin le mécanisme ingénieux du marché monétaire de Londres. Il mobilisa en partie ces crédits pour échafauder le système d'émission des *currency notes*.

(4) Cassel, *La monnaie et le change après 1914*, trad. française, 1921, p. 15.

Ils se sont efforcés pendant toute la guerre de se procurer le plus de moyens de change possible.

*
* *

Si nous prenons d'abord le change du franc et de la livre sterling, nous constatons qu'au début de la guerre non seulement il n'a pas baissé, mais a fait prime sur les devises neutres. C'est que les places de Paris et de Londres, n'étant pas disposées à renouveler les crédits à court terme qu'elles avaient consentis auparavant à l'étranger, se sont trouvées au début de la guerre être créancières des autres places. De ce fait le change de ces deux devises s'est trouvé d'abord extrêmement favorable et, tout en fléchissant peu à peu par la suite, reste dans l'ensemble à l'abri de toute dépréciation sérieuse durant le premier semestre de la guerre. Mais d'avril 1915 jusqu'au moment où les Etats-Unis se sont adjoints aux Alliés, c'est-à-dire jusqu'en avril 1917, la France et l'Angleterre éprouvent des difficultés à faire face à leurs paiements extérieurs, ce qui affecte le franc et la livre sterling dont le change tombe au-dessous du pair sur la plupart des places étrangères. C'est « la période, dit M. Decamps, où la préoccupation du change gagne les gouvernements » (1). La plupart des pays neutres, de débiteurs qu'ils étaient, sont devenus créanciers. Le problème de règlement étant ainsi posé dans toute son ampleur, il fallait chercher des moyens autres que la hausse du taux de l'escompte (2)

(1) Decamps, *op. cit.*, p. 283.

(2) La Banque d'Angleterre s'efforçait bien, dès le 20 juillet 1915, d'attirer par la hausse du taux de l'escompte les capitaux sur le marché de Londres. Mais devant l'énorme déficit de la balance commerciale, et étant donné une situation anormale, ces moyens classiques de règlements de comptes internationaux se sont naturellement montrés inefficaces.

pour le résoudre. A côté de l'émission d'emprunts aux Etats-Unis et de l'ouverture de crédits dans les banques américaines, on eut recours à la vente des titres, aux avances réciproques des Trésoreries alliées et enfin aux versements de l'or.

L'idée d'utiliser le portefeuille de valeurs étrangères détenues par les nationaux du pays en les convertissant en change étranger soit par aliénation, soit par opération de crédit, fut émise dès que les changes alliés commencèrent à se déprécier par rapport aux devises neutres. En août 1915, la livre sterling avait subi à New-York une perte de 8 p. 100 par rapport au dollar. Le chancelier de l'Echiquier élaborait un projet de mobilisation des valeurs américaines libellées en dollars et détenues par les capitalistes anglais. Ce projet devait aboutir à une loi adoptée dès la fin de 1915 par le Parlement britannique (1).

L'Angleterre a ainsi vendu pour 25 milliards de son portefeuille (2).

Suivant en ceci l'exemple britannique, la mesure de mobilisation du portefeuille privé de valeurs étrangères a été adoptée aussi à la fin du mois d'avril 1916 par la France qui en liquida également une partie importante quoique difficile à évaluer (3). Mais la France opérait de plus en plus ses règlements par l'intermédiaire de la place de Londres qui, étant donné sa situation antérieurement à la guerre, joua le rôle de place régulatrice des dépenses faites par les pays alliés, et c'est par l'inter-

(1) Voir pour plus de détails, Henri Gans, *De l'utilisation des placements étrangers dans la crise des changes* (Communication à la Société d'économie politique), *Journal des économistes*, octobre 1920, p. 300 et 301.

(2) Rist, *Les finances de guerre de l'Allemagne*, p. 197.

(3) Rist, *ibid.*

médiaire de cette place que la France a trouvé des facilités pour ses paiements en Angleterre et à l'étranger. Les Gouvernements des deux pays avaient pris des engagements réciproques pour unir leurs efforts en matière financière aussi bien qu'en matière militaire dans l'intérêt de la cause commune. De là des avances de Trésorerie à Trésorerie.

Pour ce qui est des versements de l'or, on peut dire que, pendant cette période, l'importance de l'or pour la liquidation des engagements internationaux n'a pas été négligeable. Il fut employé aussi, dans une mesure plus ou moins large, à payer les achats que ces pays faisaient au dehors, mais il a joué surtout un rôle considérable « comme adjuvant du crédit » (1). En d'autres termes, les envois d'or ont été concentrés sur les points où ils paraissaient le plus susceptibles de procurer facilement des crédits. En effet, on pouvait penser que les marchés prêteurs seraient capables de souscrire d'autant plus largement que leurs banques centrales disposaient d'une quantité d'or plus élevée par rapports à leurs engagements. Inspirés de ces considérations, les envois d'or de la France furent dirigés sur Londres; ainsi que ceux de la Russie et de l'Italie, ce qui faisait en quelque sorte de l'Angleterre « le banquier de la guerre pour les règlements internationaux » (2). Ainsi la France mit à la disposition du marché de Londres un stock d'or de 112 millions de livres sterling. Ce dépôt eut comme corollaire une série d'arrangements de crédits conclus entre les Trésoreries britannique et française et entre les deux Instituts d'émission : Banque de

(1) Decamps, *op. cit.*, p. 323.

(2) Decamps, *idem*, p. 309.

France et Banque d'Angleterre, qui s'étaient solidarisés avec leurs gouvernements. A partir d'avril 1916 et pour des considérations d'ordre monétaire intérieur, les accords officiels stipulaient que l'or expédié ne serait pas vendu mais simplement prêté, devant être restitué à l'emprunteur au fur et à mesure du remboursement des crédits correspondants. Sur le total de 112 millions de livres d'or envoyés par la France à l'Angleterre, 35 millions seulement ont fait l'objet de ventes définitives.

De son côté, l'Angleterre a décidé de concentrer ses envois d'or sur le marché des Etats-Unis, où elle devait faire des règlements, soit pour son compte personnel, soit pour celui de ses alliés, ce qui pouvait provoquer une forte dépréciation de la livre sterling. Comme une politique d'arrangements officiels de Trésorerie à Trésorerie semblable à celle qui avait été adoptée par la France et l'Angleterre ne pouvait être pratiquée, à cause de la neutralité du Gouvernement américain, il fallait recourir directement au marché des capitaux. Des envois d'or avaient donc pour but de provoquer sur le marché américain un état d'abondance monétaire qui incitât la finance américaine à consentir de larges crédits. Malgré les exportations d'or que les Etats-Unis ont faites durant cette période (1), une large aisance monétaire était maintenue sur le marché américain. « A l'automne de 1916, l'argent à vue à New-York se maintenait à grand' peine entre 2 1/2 et 2 1/4 % » (2), ce qui facilita les émissions d'emprunts alliés et les ouvertures de crédits jusqu'au

(1) Voir Decamps, *L'or et les règlements internationaux pendant la guerre*, p. 35.

(2) Decamps, *Les changes étrangers*, p. 312.

moment où les Etats-Unis se sont rangés aux côtés des pays alliés.

Il est intéressant de noter également que par décision du 27 décembre 1916, la Commission des Banques Fédérales de Réserve a autorisé la Banque Fédérale de Réserve de New-York à s'entendre avec la Banque d'Angleterre pour se représenter mutuellement dans leurs pays respectifs. Par un accord semblable qui est intervenu en janvier 1917, une situation identique a été créée entre la Banque de France et la Banque Fédérale de Réserve de New-York.

Le mécanisme créé par cette politique *d'utilisation collective* des réserves métalliques permettait à la France d'acquérir sur le marché de Londres les devises qui faisaient défaut à la place de Paris. Elle était ainsi en mesure de régler ses engagements vis-à-vis de l'Amérique ou d'autres pays tout en maintenant la stabilité de son change qui, malgré la situation déficitaire de la balance commerciale, restait depuis le mois de septembre 1916 à peu près fixe sur l'Angleterre aux environs de 27, 50-27, 70. Par contre, la France aidait l'Angleterre par des avances en or à soutenir son change sur les autres pays et en particulier sur les Etats-Unis, contribuant ainsi au maintien du marché libre de l'or à Londres.

Dans la période qui s'étend d'avril 1917 à la fin de décembre 1918, les Alliés éprouvent moins de difficultés à faire face à leurs règlements internationaux, l'intervention des Etats-Unis dans la guerre ayant grandement contribué à simplifier et faciliter la tâche des instituts d'émission en matière de changes étrangers. Concomitamment à son aide militaire, l'Amérique a prêté aux Alliés son concours financier. Depuis le mois d'avril, le Gouvernement des Etats-Unis leur faisait directement des avances régulières

pour les paiements qu'ils devaient faire à l'Amérique, réglant ainsi une fois pour toutes la question du change. « Grâce aux crédits illimités que le Gouvernement des Etats-Unis avait ouverts, dit le professeur Cassel, les cours du change entre le dollar et les monnaies des Alliés avaient pu se maintenir très fermes » (1). Dorénavant, une solidarité plus complète s'établit entre le dollar, la livre sterling et le franc français, dont les variations sur les grands marchés allaient être à peu près parallèles.

*
* *

Pour ce qui est des Empires centraux, ils ont adopté, eux aussi, pendant la guerre, des moyens variés pour régler leurs paiements extérieurs et agir, par conséquent, sur le cours de leurs changes.

Ainsi, pour financer ses achats extérieurs, le Gouvernement allemand a recouru à l'expédition d'or à l'étranger, à la mobilisation des titres étrangers, à des emprunts chez les neutres.

A la différence du franc et de la livre sterling dont le change, nous l'avons dit, avait été d'abord favorable, la baisse du mark s'est produite dès les premiers jours de la guerre, car la place de Berlin, largement débitrice, a été obligée d'effectuer des remboursements considérables. La Reichsbank n'a cessé depuis le début des hostilités d'expédier de l'or dans les pays où l'Allemagne devait s'approvisionner. Les principaux destinataires en ont été sans doute les Etats scandinaves, la Hollande et la Suisse. Le professeur Rist croit que les envois d'or ont été faits à titre définitif (2).

(1) Cassel, *op. cit.*, p. 292.

(2) Rist, *Les finances de guerre de l'Allemagne*, p. 186.

La méthode de vente du portefeuille étranger ou sa mise en gage n'a été employée par l'Allemagne qu'après avoir été déjà inaugurée par ses adversaires. Avant de prendre en mains, le 25 avril 1916, la vente des titres étrangers, le Gouvernement allemand poussa d'abord par la voie de la presse à des ventes individuelles. Comme ce procédé ne donna pas les résultats escomptés, le Gouvernement de l'Empire finit par suivre l'exemple de l'Angleterre et de la France.

D'autre part, les pays neutres ont accordé à l'Allemagne des crédits, soit privés à certaines industries et au commerce, soit officiels, au Gouvernement. Toutefois, des correctifs artificiels furent loin de jouer pour l'Allemagne le rôle qu'ils ont joué pour les Alliés dont le change s'est déprécié beaucoup moins que celui de l'Allemagne.

Enfin, la coopération financière a été aussi pratiquée entre l'Allemagne et ses alliés. « L'Allemagne pendant la guerre n'a pas seulement emprunté. Elle a aussi prêté. Elle a rempli vis-à-vis de ses alliés, toutes proportions gardées, cette fonction de banquier que l'Angleterre et les Etats-Unis ont remplie si largement à l'égard de l'Entente » (1).

Une politique appropriée de l'or fut également adoptée par les Empires centraux. Dès le début de la première année de la guerre, la Banque d'Autriche-Hongrie céda la plus grande partie de ses réserves d'or à l'Allemagne et perdit de ce chef 206 millions de dollars d'or (2). Cet or alla grossir les réserves d'or de la Reichsbank qui assumait ainsi la direction des opérations financières pour le compte

(1) Rist, *Les finances de guerre de l'Allemagne*, p. 206.

(2) Cassel, *op. cit.*, p. 79.

des puissances centrales, comme la Banque d'Angleterre le faisait pour le compte des Alliés.

§ 2. — *L'instabilité des changes après la guerre.*

Grâce aux procédés dont nous venons de parler, les pays belligérants ont pu, pendant la guerre, équilibrer tant bien que mal une balance de paiements forcément déficitaire et maintenir ainsi une certaine stabilité de leurs changes. Le change français, par exemple, en dépit du formidable déficit de la balance des comptes internationaux de la France, n'a subi à la fin de 1918 qu'une perte relativement faible ne dépassant guère alors que 5 % par rapport au pair. Des mesures exceptionnelles édictées par les gouvernements intéressés et concernant l'importation de marchandises, l'exportation des capitaux et notamment les opérations de change y ont contribué également. D'ailleurs, cette réglementation du mouvement des capitaux d'un pays à l'autre n'a été qu'une partie d'une réglementation d'ensemble qui avait trait à toute la vie économique des nations et tendant à asservir à la direction de la guerre l'organisation nationale du pays. « C'est cette situation qui explique le fait que les oscillations du change pendant la guerre n'ont jamais atteint des proportions auxquelles elles sont arrivées dans la dernière période, dans celle d'après guerre » (1). En effet, la guerre terminée, en l'absence des recettes fiscales nécessaires, les finances publiques continuèrent à être gérées au moyen de l'inflation. Aucun des pays belligérants ne fit exception. Le déficit budgétaire fut comblé partout, comme pendant la guerre,

(1) Raffalovich Nicolas, *Les maladies du change et leurs remèdes* (Communication à la Société d'économie politique), *Journal des économistes*, 1924, p. 98.

par emprunt et par émission de billets. D'autre part, la nécessité de reconstituer les stocks épuisés par la guerre, forçait ces pays à faire des importations de beaucoup supérieures à leurs exportations. Ainsi au formidable déficit de la balance commerciale des années de guerre venait s'ajouter celui de l'après-guerre.

En présence de cet état de choses et privés du soutien artificiel que leur avaient donné les réglementations économiques, d'un côté, et les accords financiers inter-alliés, dénoncés au mois d'avril 1919, de l'autre, les cours du change, abandonnés désormais à eux-mêmes, accusèrent bientôt une forte dépréciation de leur unité monétaire. Par la suite, cette dépréciation s'accrut progressivement, faisant apparaître ainsi peu à peu en pleine lumière la situation monétaire des pays belligérants. C'est surtout dans les pays de l'Europe centrale que l'inflation avait progressé à un rythme beaucoup plus rapide qu'ailleurs, et la monnaie nationale de quelques-uns de ces pays avait perdu toute valeur. Il en résultait qu'une réorganisation de leur système monétaire présentait des difficultés extrêmes. Néanmoins, grâce à l'aide de la Société des Nations, cette organisation put réussir en Autriche dès 1922 et en 1924 en Hongrie. L'Allemagne, après être partie de zéro, a créé d'un seul coup une nouvelle unité monétaire. La stabilisation de sa monnaie a été accompagnée de l'élaboration du plan Dawes. Sur la base de ce plan un emprunt international de 800 millions de marks a été émis avec succès en automne 1924. Cet emprunt « a constitué l'un des événements financiers les plus remarquables de la période d'après guerre » (1).

(1) *Le cours et les phases de la dépression économique mondiale*, p. 28.

Mais la stabilisation de ces monnaies, à laquelle il faut ajouter celle de la monnaie tchécoslovaque, ne comportait pas la convertibilité en or. La stabilité des cours du change est maintenue par une politique des achats et des ventes de devises étrangères n'impliquant normalement ni l'importation ni l'exportation de l'or. C'est ainsi, par exemple, que par la loi monétaire allemande du 30 août 1924, complétée par la loi bancaire de même date, le principe du retour intégral à l'étalon or d'avant guerre est consacré, mais, dans l'application, ce retour a été provisoirement différé, car aux termes de la loi bancaire le billet de la Reichsbank ne devait redevenir convertible en or que sur une décision du Gouvernement du Reich avec avis conforme des Conseils dirigeants de la Reichsbank. Ce n'est que le 23 août 1926 que la Reichsbank abandonna la politique du cours fixe du dollar (4,20 R. M., en chiffres ronds, pour un dollar). C'est seulement à partir de cette date que le cours du mark oscille librement entre les limites des Golds-Points. Les autres pays belligérants s'en tiennent au pur régime du papier-monnaie dont l'émission parfois momentanément suspendue n'est pas encore définitivement arrêtée.

Quant aux pays neutres d'Europe, leurs changes, après un fléchissement passager au début des hostilités, se sont vite redressés au cours de la guerre. Mais après la guerre, ils vont accuser aussi des fluctuations et ces pays ne sont pas encore revenus à l'étalon-or qu'ils avaient suspendu, comme nous l'avons dit, au début de la guerre.

Aussi, est-on autorisé à dire qu'en Europe on se trouve toujours en présence de l'instabilité des changes ou d'une stabilité plus ou moins provisoire. L'entrée et la sortie de l'or ne s'effectuent pas librement, en sorte qu'au début

de 1925, ce sont des systèmes de papier-monnaie qui pratiquement dominant en Europe.

SECTION II

La concentration de l'or aux Etats-Unis.

Dans les pages précédentes il a été dit que les belligérants ont fait leurs énormes paiements pendant la guerre soit par l'obtention de crédits qui constituaient en quelque sorte un moratoire des paiements à l'étranger, soit par la vente des titres étrangers, soit enfin par des envois d'or. Nous avons mentionné également que tous ces procédés ont servi et que l'envoi d'or chez le prêteur était souvent la condition préalable de l'obtention de crédits par l'emprunteur. Il en résulta des courants d'or d'une ampleur sans pareille vers les Etats-Unis, pays où s'approvisionnaient les Alliés. Les Banques d'émission des nations belligérantes, ayant solidarisé leurs méthodes de règlements avec celle de la place de Londres, envoyaient l'or à la Banque d'Angleterre où il venait s'ajouter à l'or britannique. Une grande quantité de l'or ainsi concentré à la Banque d'Angleterre quittait Londres pour aller à New-York, de même que l'or provenant des mines du Transvaal. « Ainsi a pris naissance et s'est prolongé pendant toute la guerre un déplacement d'or qui est certainement l'un des plus formidables auxquels le monde ait assisté, depuis que les métaux précieux d'Amérique recueillis avidement par les conquistadors ont, au xvi^e siècle, franchi l'Océan pour inonder l'Europe. Leur mouvement de 1914 à 1918 s'est effectué en sens inverse » (1).

(1) Rist, *Les Banques d'émission et l'après-guerre*, *Revue d'économie politique*, 1921, p. 192.

Le principal courant métallique s'est donc dirigé vers l'Amérique et, par conséquent, les Etats-Unis occupent une position stratégique dans les mouvements de l'or qui ont eu lieu pendant toute la guerre. En outre, ce pays avec sa monnaie complètement convertible en métal jaune, a bénéficié de larges importations d'or dans les années d'après-guerre. D'autre part, l'accumulation de l'or aux Etats-Unis n'allait pas sans répercussions sur le niveau des prix américains et, par conséquent sur le niveau des prix mondiaux. Elle a également influencé la politique des Banques Fédérales de Réserve, ainsi que la forme que les pays européens allaient donner à l'étalon-or en stabilisant leurs changes.

C'est pourquoi nous nous sommes autorisé, en parlant de ces courants métalliques, à nous occuper principalement, dans cette section, des Etats-Unis d'Amérique.

Cependant, si les principaux courants métalliques, partant du centre qui servait de point de ralliement au trésor métallique des Alliés et qui s'était formé à la Banque d'Angleterre, prenaient le chemin des Etats-Unis, il convient toutefois de mentionner également que pendant la guerre des courants secondaires se dirigeaient de Londres et de Paris vers l'Espagne, la Hollande, la Suisse et les pays scandinaves. En même temps, ces Etats bénéficiaient des courants d'or venant de la Reichsbank dont la réserve s'était accrue préalablement, nous l'avons vu, de l'or des particuliers ainsi que de l'or que lui avait cédé la Banque d'Autriche-Hongrie. Pris en bloc, les mouvements d'or partant de Berlin ont « eu pour effet de provoquer l'exportation de la totalité de la circulation intérieure allemande, plus le stock d'or qui s'était accumulé dans le pays au

cours de la guerre, et enfin l'apport de l'or autrichien » (1).

Seulement, dans ces pays on assiste également à l'inflation monétaire et à la hausse des prix dont souffraient les belligérants. En contre-partie des entrées d'or, leurs banques d'émission émettaient des billets pour une somme qui dépassait de beaucoup le montant de l'or importé, car les encaisses accrues leur facilitaient l'octroi de crédits. En face de la hausse des prix et de l'épuisement des stocks par l'exportation, la Suède faisait savoir, dès le mois de janvier 1916, qu'elle allait susciter des obstacles à l'importation de l'or à la place duquel elle aurait préféré voir importer des marchandises. Par une loi spéciale du 8 février 1916 sur la dépréciation de l'or, elle interdit les importations du métal jaune non contrôlées. Par suite de la solidarité créée par un régime monétaire commun, la Norvège et le Danemark ont suivi l'exemple de la Suède en suspendant à leur tour l'achat obligatoire de l'or par leurs banques à un prix déterminé et la frappe libre de ce métal par leurs monnaies. De même, dès le début de 1917, la Banque d'Espagne n'achetait l'or qu'à un prix inférieur à la parité métallique de la peseta. Si en Hollande l'étalon d'or était officiellement en vigueur, la Banque de Hollande n'en conserva pas moins le droit de refuser toute importation de l'or qui lui paraissait indésirable. C'est la politique dite de *l'exclusion de l'or* qui a fait parler de la *déchéance de l'or*.

Malgré les obstacles suscités par ces pays à l'importation de l'or, les encaisses de leurs banques d'émission ont continué à grossir. Leur accroissement aurait été peut-être encore plus grand, mais la hausse des prix

(1) Cassel, *op. cit.*, p. 80.

dans les pays neutres d'Europe était si forte que la valeur de leur billet de banque était inférieure à celle du métal jaune. C'est sans doute à ces pays et à cet état de choses que songeait le professeur Cassel lorsqu'il écrivait en 1921 : « Dans certains pays, disait-il, qui recevaient de l'or, la création d'un nouveau pouvoir d'achat venant s'ajouter à l'afflux de l'or était poussé à un tel point que la valeur des billets tombait plus bas que celle de l'or. Il n'y avait alors aucun intérêt à exporter de l'or dans ces pays. Un tel accroissement d'inflation devait rendre le marché de l'or de plus en plus étroit. En fin de compte, les Etats-Unis devinrent pratiquement le seul pays qui pouvait accepter de l'or » (1).

En outre, la crise économique de 1919-1920 se répercuta sur la vie économique de ces pays, affecta leur balance des comptes et fit subir à leurs changes des variations qui les éloignèrent plus ou moins de l'ancienne parité. La peseta espagnole, par exemple, a subi, à la suite de cette crise venant s'ajouter à une mauvaise gestion financière, une dépréciation de 33 p. 100 (2). Ainsi, dans les années d'après guerre, le stock d'or des Etats neutres d'Europe resta à peu près stationnaire, celui de la Suisse, de la Hollande et de la Suède subissant même un certain drainage au cours de la période 1920-1925 pour maintenir la stabilité des changes, et se trouve de ce fait plutôt diminué à la fin de 1924. L'encaisse-or de la Banque de Hollande est tombée, par exemple, de 637 millions de florins fin 1920 à 505 millions à la fin de 1924, et celle de la

(1) Cassel, *op. cit.*, p. 88 et 89.

(2) Richard Lewinston, *op. cit.*, p. 411.

Banque Nationale de Suisse de 550 millions de francs suisses fin 1921 à 506 millions fin 1924.

Aussi, hâtons-nous d'en revenir aux Etats-Unis qui étaient restés durant presque toute la guerre et les années qui l'ont suivie, le seul pays où l'étalon-or fonctionnait sans aucune restriction, fait qui eut pour résultat une concentration de l'or dans ce pays atteignant des chiffres extrêmement élevés.

§ 1. — *Première période des importations d'or aux Etats-Unis : 1914 à 1920.*

« Dès le début de la guerre les éléments objectifs du calcul du taux du change et les limites naturelles de ses variations se trouvent complètement faussées », dit le professeur Oualid (1). En effet, les troubles profonds sur les marchés financiers du monde ont détruit, dès les premiers jours des hostilités, le mécanisme du crédit international par lequel en temps normal se fait l'ajustement des balances internationales, en provoquant une paralysie à peu près complète du crédit et, par conséquent, une véritable impossibilité de compensation internationale.

Cette paralysie du crédit international a obligé les Etats-Unis à liquider leur dette flottante extérieure qui atteignait un montant très élevé. Nous avons vu dans la section précédente que de ce fait le change du franc et de la livre sterling, loin de fléchir, s'est renforcé, car c'étaient précisément les Etats-Unis qui s'étaient trouvés, pendant les quatre premiers mois de la guerre, débiteurs de la France et de l'Angleterre, surtout de cette dernière, pour des sommes importantes. Fin août 1914, la livre sterling

(1) Oualid, *La Banque de Java, son origine et sa politique monétaire*, *Revue d'économie politique*, 1925, p. 1226.

valait plus de 5 dollars, alors que la parité métallique était de 4,96 dollars pour une livre sterling. En décembre, la prime du change anglais a dépassé 4 %. Pour faire face aux paiements nécessités par cette situation et faute de trouver des moyens de compensation en quantité suffisante, les Etats-Unis ont dû recourir à des envois d'or. Du 1^{er} août au 1^{er} décembre 1914, ils ont exporté de l'or pour environ 105 millions de dollars. Dans le même temps il a été importé 18 millions de dollars d'or, en sorte que les sorties nettes des quatre derniers mois de l'année se sont trouvés ramenées à 87 millions de dollars.

Comme des envois d'or, autant qu'ils pouvaient contribuer à couvrir le solde débiteur des Etats-Unis, étaient rendus à peu près impossibles par les risques de navigation à travers l'Océan, des arrangements ont été pris avec la Banque d'Angleterre, aux termes desquels un groupe de banques de New-York fut autorisé à déposer à Ottawa la presque totalité de l'or exporté. Cet or, inscrit au compte de la Banque d'Angleterre, a joué par la suite un rôle important en faveur des règlements européens.

Progressivement, d'ailleurs, les circonstances et les énormes achats que les Alliés ont été contraints par la guerre de faire aux Etats-Unis, amenèrent assez vite l'amélioration de la balance américaine et le redressement du dollar a continué en novembre et décembre 1914 pour accuser au début de janvier 1915 une légère prime sur le change sterling. L'or précédemment exporté commence à refluer vers les Etats-Unis. « Déjà dès le premier semestre de 1915, mais surtout à partir du second, New-York devient le grand centre d'attraction de l'or » (1). De fait,

(1) Decamps, *L'or et les règlements internationaux pendant la guerre*, p. 30.

la période d'avril 1915 à avril 1917 étant caractérisée par le redressement du change du dollar et par des difficultés qu'éprouvèrent la France et l'Angleterre à faire face à leurs paiements au dehors, le change du franc et de la livre s'en trouve affecté et ces deux pays procèdent à des envois considérables d'or aux Etats-Unis.

Si maintenant nous considérons la période qui va du mois d'août 1914, c'est-à-dire depuis le début de la guerre, jusqu'au mois d'avril 1917, les Etats-Unis ont reçu près de 1 milliard 500 millions de dollars d'or.

Depuis l'entrée en guerre de l'Amérique, en avril 1917, la Trésorerie des Etats-Unis, avons-nous dit, commença à accorder des avances pratiquement illimitées aux Alliés, ce qui ralentit l'afflux de l'or dans ce pays. Par suite de ces crédits, le change des devises alliées s'est amélioré par rapport au dollar, et on a commencé dès lors à utiliser l'or américain pour modérer la dépréciation de ces devises sur d'autres places, — opérations que M. Decamps qualifie « d'opérations de change triangulaires » (1). Ces sorties d'or prenant d'assez grandes proportions (d'avril à septembre elles ont atteint 287 $\frac{1}{2}$ millions de dollars) pouvaient nuire au maintien de l'aisance monétaire sur le marché de New-York, et par là rendre plus difficile le crédit sur ce marché (2). Pour cette raison, les Etats-Unis édictèrent le 7 septembre 1917 l'embargo sur les sorties

(1) Decamps, *L'or et les règlements internationaux pendant la guerre*. p. 35.

(2) C'est d'ailleurs pour éviter un resserrement monétaire qui aurait probablement résulté d'un emprunt de 3 milliards de dollars, émis du 4 mai au 5 juin 1917 par le Gouvernement des Etats-Unis pour ses propres besoins, que l'Angleterre a repris ses envois d'or. D'après les statistiques américaines de cette époque, des entrées d'or se sont élevées pour le mois de mai à 52 millions de dollars et, pour le mois de juin, à près de 91 $\frac{1}{2}$ millions.

de métal jaune effectuées sans autorisation spéciale. Lorsque le 9 juin 1919, après la dénonciation des accords financiers interalliés, l'interdiction d'exporter de l'or fut levée, les exportations de l'or dépassèrent les importations pour le reste de l'année et pour le premier trimestre de 1920. La perte s'élève à 321,3 millions de dollars pour le reste de l'année 1919, et, au cours du 1^{er} trimestre de 1920, à 102,8 millions de dollars, en sorte que la perte nette totale atteignit 424,1 millions de dollars à partir de la date de la levée de l'interdiction d'exporter de l'or jusqu'au 1^{er} avril 1920. Une partie de cet or, consigné aux Etats-Unis par l'Espagne pendant la durée de l'embargo, fut dirigée sur ce pays en 1919 ; le reste a exclusivement servi à payer des importations des Etats-Unis provenant des pays sud-américains et de l'Extrême-Orient dont le change favorable par rapport au dollar attirait l'or américain.

Pendant cette première période, les importations d'or aux Etats-Unis ont été déterminées principalement par l'écart formidable de la balance commerciale, favorable aux Etats-Unis, qui a atteint le montant de 5 milliards 837 millions de dollars durant la période de trois années s'étendant du 30 juin 1914 au 30 juin 1917 (1). Bien que la balance commerciale se fût maintenue favorable en 1918 et 1919, l'afflux de l'or a été ralenti en raison des crédits consentis par les Etats-Unis aux pays alliés. De mars 1917 à mai 1919 la Trésorerie des Etats-Unis a octroyé à l'Angleterre plus de 4 milliards de dollars et à la France 3 milliards dans la période de mai 1917 à juillet 1919,

(1) George E. Roberts, *Les mouvements d'entrée et de sortie de l'or en ce qui concerne les Etats-Unis d'Amérique, 1914-1929, et leurs effets. (Documents sélectionnés sur la distribution de l'or soumis à la Délégation de l'Or du Comité financier, Genève, 1931, p. 39).*

ce qui a eu pour conséquence de faire cesser pratiquement les importations d'or en provenance d'Europe.

Les excédents d'importation et d'exportation d'or aux Etats-Unis de 1914 jusqu'à 1920, en millions de dollars :

Années.	Excédent d'importation.	Excédent d'exportation.
—	—	—
1914	—	109
1915	420,53	—
1916	530,20	—
1917	180,57	—
1918	20,97	—
1919	—	291,63

§ 2. — *Deuxième période des importations d'or aux Etats-Unis : 1920 à 1925.*

Nous venons de voir qu'avec la paix l'or cessa d'entrer aux Etats-Unis, mais cet arrêt fut de très courte durée. Les entrées d'or ont repris et la balance de l'or devint favorable aux Etats-Unis même au milieu de 1920 et depuis la dernière partie de cette année jusqu'à la fin de 1924, le mouvement prépondérant de l'or avait été celui des importations. En 1921, 1922, 1923 et jusqu'en décembre 1924, date à laquelle l'Allemagne commença à retirer en or le produit de l'emprunt Dawes, ce mouvement a continué avec ampleur.

C'est également dans la situation créancière des Etats-Unis qu'il faut chercher en partie l'explication des causes du mouvement d'entrée de l'or aux Etats-Unis pendant cette période. Par suite des énormes achats de l'Europe dont les stocks étaient épuisés par la guerre, la balance commerciale américaine n'a pas cessé de présenter des soldes favorables importants.

Cependant la cause principale de l'afflux continuuel d'or résidait dans l'absence de l'étalon-or dans les pays d'Europe. Nous avons vu que, la guerre finie, c'est encore dans la fabrication du papier-monnaie que la majorité des gouvernements européens trouvaient des ressources pour équilibrer le budget de l'Etat et que, d'autre part, toutes les monnaies européennes sans exception ont subi des dépréciations à la suite de la guerre. Ainsi, en face des pays d'Europe où la monnaie internationale avait fait place à la monnaie nationale, les Etats-Unis ont été le seul pays à conserver un marché libre de l'or (1). « Il existait, dit M. Roberts, une forte tendance chez les personnes résidant hors des Etats-Unis d'Amérique, à se constituer des réserves dans ce pays, la plupart des monnaies du monde ayant abandonné l'étalon-or », et le change sur New-York étant « un moyen immédiat de paiement dans n'importe quelle partie du monde » (2). « Jusqu'en 1925, les entrées à peu près continuelles d'or, dit encore M. Mireaux, ont été causées surtout par le fait que les Etats-Unis étaient pratiquement dans le monde le seul marché libre de l'or » (3). Le change du dollar qui était complètement convertible en or dominait constamment pendant toute cette période celui des monnaies européennes. L'or nouveau extrait des mines, particulièrement des mines du Transvaal, se dirigea directement vers les Etats-Unis, ainsi que l'or ancien sorti de certains pays comme la Russie. Aux envois d'or de ce genre s'ajoutaient encore

(1) La Suède, tout en rétablissant la convertibilité à partir du 31 mars 1924, conférait cependant à la Riksbank le monopole des importations d'or.

(2) George E. Roberts, *op. cit.*, p. 47.

(3) E. Mireaux, *Le contrôle du crédit* (Communication à la Société d'économie politique), *Journal des économistes*, mars 1929, p. 351.

de petites quantités que des particuliers des pays européens, en dépit des restrictions apportées aux exportations d'or, ont expédié aux Etats-Unis par des moyens divers et indirects. Beaucoup de banques centrales elles-mêmes ont jugé opportun de conserver des réserves à New-York. Le *Federal Reserv Bulletin* de juin 1927, sans prétendre à une évaluation précise, ajoutait « que, peut-être, un milliard de dollars sur l'ensemble des réserves actives des banques centrales était conservé en monnaie des Etats-Unis d'Amérique » (1) « Pendant cinq années, dit le professeur Rist, les Etats-Unis ont bénéficié ou souffert de cette situation unique de recevoir pratiquement tout l'or créé dans le monde » (2). Durant toute cette période, les Etats-Unis ont été favorisés d'un mouvement d'or constamment ascendant, tandis que dans les autres pays ce mouvement restait pratiquement stationnaire. Depuis la reprise des importations d'or, dans la seconde partie de 1920, et jusqu'à l'automne de 1924, les Etats-Unis reçurent de l'or pour une somme dépassant un milliard et demi de dollars.

Les excédents d'importation et d'exportation d'or aux Etats-Unis de 1920 jusqu'à 1925, en millions de dollars :

Années.	Excédent d'importation.	Excédent d'exportation.
—	—	—
1920	*94,98	—
1921	667,36	—
1922	238,30	—
1923	294,07	—
1924	258,07	—

(1) Cité par George E. Roberts, *op. cit.*, p. 47.

(2) Rist, *Cours de doctorat*, professé à la Faculté de Droit de Paris, 1931-1932, p. 25.

*
* *

En résumé, l'or s'écoulait, pendant la guerre, sous une forme ou sous une autre, des pays belligérants pour aller s'entasser dans les pays neutres de même qu'aux Etats-Unis et, par suite, les réserves d'or de ces pays ne cessèrent de s'accroître. Toutefois, le principal courant s'est dirigé vers l'Amérique.

Au lendemain de l'armistice, les difficultés économiques et financières sont apparues dans toute leur ampleur en Europe. Ces difficultés ont persisté pendant les premières années du temps de paix, ce qui contribua à désorganiser les systèmes monétaires européens. De ce fait, le métal jaune, qui s'est trouvé accumulé à la fin de la guerre dans les pays neutres et en Amérique, non seulement n'en est pas ressorti, mais son courant s'est intensifié à destination de l'Amérique. En tant qu'il peut échapper clandestinement, l'or fuit d'Europe où les niveaux des prix et les cours des changes accusent des fluctuations plus ou moins violentes, et prend le chemin des Etats-Unis dont la devise était devenue la monnaie internationale. Par suite de l'instabilité de leurs changes, les pays d'Europe ne bénéficient pas non plus d'apports nouveaux de métal jaune.

Durant l'année 1924, les Etats-Unis avaient concentré la plus grande proportion mondiale d'or monétaire, ainsi qu'on peut s'en rendre compte d'après le tableau ci-après.

*Chiffres des réserves d'or dans le monde donnés par le
Federal Reserve Bulletin du mois d'avril 1928 (1) :*

	Total mondial	Etats-Unis	Total Europe	Autres pays
	(en milliers de dollars, au pair du change).			
Fin 1913	4.771.492	1.290.420	2.830.900	650.172
1914	5.283.565	1.206.487	3.484.039	593.039
1915	6.219.282	1.706.922	3.803.838	708.522
1916	6.486.818	2.193.531	3.503.234	790.053
1917	7.078.160	2.520.156	3.572.259	985.745
1918	6.756.725	2.655.898	3.081.345	1.019.842
1919	6.664.086	2.524.679	2.890.703	1.248.686
1920	7.117.049	2.434.168	3.033.982	1.648.899
1921	7.930.981	3.221.215	3.022.941	1.676.825
1922	8.290.913	3.505.551	3.043.400	1.741.962
1923	8.570.026	3.833.735	2.993.885	1.742.406
1924	8.908.153	4.090.067	3.083.897	1.734.186

Ces chiffres indiquent clairement que la guerre mondiale, en provoquant l'abandon de l'étalon-or par les différents pays, a contribué à une nouvelle répartition inégale du métal jaune. Ils prouvent également que la rupture de l'équilibre mondial de ce métal continue à s'accroître au détriment de l'Europe, et au profit des Etats-Unis dans les années d'après-guerre et jusqu'à la fin de 1924. Ce déséquilibre ressortirait encore mieux si ces chiffres faisaient apparaître tout l'approvisionnement du monde en or, car ils ne visent que le métal jaune dans les Banques d'émission et le métal détenu par les trésoreries soit dans leurs caves, soit en gage à l'étranger. Mais l'or en circulation, c'est-à-dire détenu par le public, n'y est pas compris. Or, pendant la guerre, l'or qui se trouvait en circulation en Europe a été drainé vers les Banques d'émission, à l'exclusion des quantités qui ont été thésaurisées et dont le montant, difficile à évaluer, n'était pas en tout cas fort élevé. Même en tenant compte de ce correctif, et considé-

(1) Dans Pierre Cauboue, *La réhabilitation de l'or*, *Journal des économistes*, octobre 1928, p. 141.

rant que les réserves d'or de l'Europe étaient peut-être au moins égales à celles d'avant guerre, on peut dire qu'un afflux d'or important vers l'ancien monde était nécessaire, car, d'une part, l'inflation monétaire dans les pays d'Europe exigeait un soubassement métallique, et, d'autre part, le besoin de reconstituer le commerce et l'industrie dans la plupart de ces pays éprouvés par la guerre, demandait des crédits considérables. Les apports annuels de la production étant de peu d'importance, il était logique de penser que c'est au stock d'or américain que tôt ou tard les pays d'Europe devraient faire appel.

A cet égard, il est intéressant de savoir comment les Banques Fédérales de Réserve des Etats-Unis ont entendu apporter une solution au problème ainsi posé ; c'est ce que nous allons voir dans la section suivante.

SECTION III

L'attitude des Banques de Réserve Fédérale des Etats-Unis à l'égard des importations d'or au cours des années antérieures à 1925.

A la suite de la seconde vague d'importation d'or aux Etats-Unis, le *Federal Reserve Board* était placé en face d'une situation qui ne laissait pas d'être difficile.

Les dirigeants du *Système* considéraient une partie du stock d'or accumulé aux Etats-Unis « comme une sorte de dépôt métallique » (1), devant retourner un jour ou l'autre en Europe. Nous trouvons trace de cette préoccupation d'ordre international dans le passage du rapport

(1) Louis Baudin, *Le retour à l'or en Grande-Bretagne d'après les banquiers anglais*, *Revue d'économie politique*, 1925, p. 693.

annuel du *Federal Reserve Board* pour l'exercice 1923 : « C'est un devoir de prudence pour les Etats-Unis, y lit-on, et pour les banques fédérales de réserve en particulier, qui détiennent plus de 3 milliards de dollars d'or, de suivre une ligne de conduite telle qu'il soit possible de renoncer à la fraction de cet or qui sera nécessaire pour la restauration monétaire de l'Europe, en provoquant dans notre propre situation financière et économique le minimum de désordres » (1).

En somme, les dirigeants des Banques de Réserve Fédérale se rendaient parfaitement compte que le métal jaune ne resterait pas éternellement aux Etats-Unis. Ils ont opiné par conséquent que la hausse générale des prix, qu'un accroissement de crédit proportionnellement aux réserves d'or eût amené, aurait un caractère précaire, car les exportations ultérieures de l'or, en provoquant une restriction de la circulation monétaire, auraient eu pour conséquence inévitable un effondrement des prix. « Lorsque de l'or est exporté, disait M. Burgess, il est nécessaire de refaire le chemin parcouru à son arrivée. Si les importations d'or, poursuivait-il, avaient entraîné une inflation de crédit, le pays devrait envisager une déflation de crédit comme une possibilité d'avenir » (2).

Ces circonstances spéciales ont déterminé les Banques de Réserve Fédérale à suivre une politique monétaire dont le résultat final a été la non-utilisation de tout leur potentiel de crédit. Elles ont mis de côté ou, comme on dit généralement, stérilisé une partie de l'or qui avait été importé aux Etats-Unis, de façon qu'il puisse ensuite être

(1) Cité par E. Mireaux, *op. cit.*, p. 351.

(2) Burgess, *Les Banques de Réserve Fédérale et le marché monétaire de New-York*, trad. française, Paris, 1930, p. 93 et 94.

reexporté sans que sa sortie ait d'influence sur le marché du crédit, partant sur le niveau général des prix. « On a préféré, dit M. Ansiaux, des pertes d'intérêt même fort lourdes, à une crise qui eût pris les proportions d'un désastre national » (1).

*
* * *

Le principal moyen technique dont les Banques de Réserve se sont servi était le taux d'escompte ou plutôt de réescompte, c'est-à-dire le prix que les banques adhérentes doivent payer pour les fonds qu'elles empruntent aux Banques de Réserve. Comme le taux de l'escompte constituait le principal instrument dont les Banques d'émission en Europe avaient usé pour leur politique de crédit, et qu'au cours des années de guerre, de même qu'en 1919 et 1920, les Banques de Réserve elles-mêmes ont eu recours à ce moyen, à première vue on pourrait être porté à dire que la politique du taux d'escompte est une pratique ancienne et, par conséquent, ne constitua pas une nouveauté.

On pourrait être amené à raisonner de la même façon au sujet des opérations sur le marché libre (*open market-operations*) auxquelles en Amérique était étroitement associée la politique d'escompte des Banques de Réserve, car cet autre moyen technique ne constitue pas non plus à proprement parler une véritable innovation.

Il y a bien pourtant une nouveauté inhérente à l'un et l'autre de ces deux modes, car les effets que les Banques de Réserve Fédérale avaient en vue et les motifs qui guidaient leur manœuvre n'étaient plus les mêmes.

En ce qui concerne d'abord la politique d'escompte,

(1) Maurice Ansiaux, *La monnaie dirigée*, *Revue d'économie politique*, 1928, p. 1264.

elle était commandée en Europe par l'état de l'encaisse métallique. Le relèvement ou l'abaissement des taux s'effectuait suivant qu'il fallait protéger ou non cette encaisse. Pendant la guerre la règle pour la politique du Système de Réserve concernant le taux d'escompte fut aussi le rapport des réserves d'or aux engagements. L'or affluait aux Etats-Unis et sur cet or fut édifié, par la simple application des statuts légaux du Système, une immense structure de crédit. Au fur et à mesure que le stock d'or augmentait en 1915 et 1916, les dépôts bancaires s'accroissaient et le niveau des prix aux Etats-Unis subissait une hausse analogue à celle du niveau des prix dans les pays européens. Pendant cette période, les Banques de Réserve Fédérale achètent toutes les arrivées d'or se montant à plus de un milliard de dollars et, selon la tactique d'avant guerre, cet or devient la base d'un nouveau crédit. « Aucune mesure adéquate, dit M. Mc Kenna, n'avait encore été adoptée et l'inflation suivit son libre cours » (1). En 1919 et 1920, les Banques de Réserve doivent suivre de près le rapport de couverture, car à certains moments et à la suite des appels répétés au crédit, provoqués par un essor commercial sans précédent mêlé souvent à des spéculations, la proportion de la réserve métallique, malgré les importations d'or, était près d'atteindre son chiffre critique et « ces années-là son fléchissement fut l'un des facteurs qui imposèrent des relèvements du taux de l'escompte » (2) ; mais « ce ne fut à aucun égard une politique mystérieuse de l'or » (3).

(1) Mc Kenna, *Le dollar remplace l'or comme mesure internationale des valeurs*, *Revue économique internationale*, avril 1928, vol. II, p. 127.

(2) Burgess, *op. cit.*, p. 208.

(3) *Idem*, p. 273.

Quant aux opérations sur le marché libre, avant la guerre, la Banque d'Angleterre y a eu souvent recours afin d'amener les banques privées à élever, le cas échéant, leur taux de l'escompte conjointement avec le taux de l'escompte officiel. Mais là encore la Banque d'Angleterre, en pratiquant cette politique, n'était inspirée que par le souci de défendre son encaisse métallique au cas où celle-ci se trouverait menacée par un change défavorable.

En Amérique les choses ne se sont pas passées de même.

Depuis 1921 et 1922, l'or, nous l'avons vu, afflua dans ce pays dans une telle mesure que l'encaisse métallique des douze banques fédérales se trouvait excessive et son augmentation se poursuivait encore quand la politique nouvelle, comme on l'a dit souvent, a été inaugurée. Le rapport de couverture, s'élevant d'une façon vertigineuse, perdit toute sa signification en tant que criterium de la politique de crédit, et les autorités des Banques de Réserve Fédérale, craignant une nouvelle expansion de crédit, renoncèrent à la méthode en vigueur. Elles sont préoccupées dorénavant non pas par la défense de l'encaisse métallique, franchement pléthorique, mais par le désir de maintenir la stabilité des affaires. « Bien qu'elles aient toujours répugné à être officiellement chargées de maintenir des prix stables, les Federal Reserve Banks se sont attachées de tout leur pouvoir, surtout depuis la guerre, à éviter toute fluctuation importante ou brusque du niveau des prix » (1). C'est pourquoi, depuis 1921 et 1922 (2), elles ont poursuivi leur politique de crédit sans

(1) P. M., *La vie économique aux Etats-Unis*, *Revue d'économie politique*, 1927, p. 1540.

(2) C'est au commencement de l'année 1922 que les Banques de Réserve Fédérale ont commencé la politique de la monnaie

tenir compte nécessairement du mouvement accusé par le rapport de couverture. C'est la période appelée par M. Mc Kenna « *contrôle scientifique de l'or* » (1).

Les deux moyens techniques, c'est-à-dire les taux d'escompte et les opérations sur le marché libre, étaient pour la plupart du temps associés l'un à l'autre. Cela se comprend lorsqu'on sait que l'élévation du taux de l'escompte officiel n'affaiblit pas forcément les moyens d'action des autres banques et c'est alors que l'Institut d'émission, par des achats de titres, retire au marché de ses disponibilités, ce qui fait que les autres banques, pour avoir des fonds disponibles en suffisance, sont obligées de passer par le réescompte officiel. Inversement, par des achats de titres, on augmente les disponibilités du marché, ce qui entraîne la modération du taux libre de l'escompte. Quand les Banques Fédérales de Réserve achètent des titres pour un certain montant, la réserve légale de la banque affiliée augmente d'autant, car ce montant s'inscrit au crédit du compte de la banque affiliée à la Banque de Réserve. De plus, le volume des prêts consentis dans ces conditions est le plus souvent bien supérieur à la somme dont la banque affiliée est créditrice.

Ainsi, de 1922 à 1924, les Banques de Réserve Fédérale ont alternativement acheté ou vendu selon l'état du marché. De janvier à mai 1922, ce furent des achats à concurrence de (net) 400 millions de dollars. De juin 1922 à juillet 1923, les Banques de Réserve ont vendu des valeurs à concurrence de (net) 525 millions de dollars et

dirigée (V. Germain Martin, *La stabilisation des prix, La monnaie dirigée*. — Communication à la Société d'économie politique —, *Journal des économistes*, décembre 1927, p. 363 et suiv.).

(1) Mc Kenna, *op. cit.*, p. 127.

ont relevé le taux d'escompte. De décembre 1923 à septembre 1924, elles achètent à concurrence de (net) 510 millions de dollars et en même temps abaissent le taux de l'escompte.

En procédant à ces opérations, les Banques de Réserve se proposaient d'agir sur le volume du crédit, le réduisant quand c'était nécessaire par ses ventes ou, au contraire, remédiant à un resserrement du marché, s'il en était besoin, par ses achats. C'est de cette façon qu'elles voulaient maintenir une certaine stabilité dans le niveau général des prix. En conséquence, leur politique de crédit a été influencée par l'état des affaires traduit par le mouvement de toutes les catégories de prix. En d'autres termes, des achats de titres ont été effectués en période de ralentissement des affaires, de baisse de prix, et ont été souvent accompagnés ou suivis de réduction des taux d'escompte. On pensait qu'un supplément de crédit servirait de stimulant. En sens contraire, des ventes de titres ont eu lieu en période de prospérité des affaires quand les prix s'élevaient et que la spéculation devenait plus active. Ces ventes ont le plus souvent entraîné le relèvement des taux d'escompte.

Mais en même temps la situation internationale, par son influence sur le sens des mouvements de l'or, devient à certains moments l'un des facteurs importants qui ont alimenté la discussion de la politique de crédit de la Réserve Fédérale. C'est ainsi, par exemple, qu'en 1924, l'or affluait aux Etats-Unis en grandes quantités et cependant les taux de l'argent à New-York étaient supérieurs à ceux pratiqués sur le marché de Londres. Le pouvoir d'achat de l'Europe s'étant réduit, le commerce extérieur des Etats-Unis s'en trouva affecté et il se produisit un ralen-

tissement des affaires et une baisse des prix. La situation était donc telle qu'elle exigeait une aisance monétaire sur le marché américain. On pensait que l'abondance monétaire aux Etats-Unis, en réduisant l'attraction exercée sur l'or par l'Amérique, pourrait stimuler des exportations de capitaux américains à l'étranger, favoriser le redressement financier de l'Europe et lui faciliter la restauration de l'étalon d'or. Avec sa monnaie stabilisée, l'Europe pourrait acheter plus facilement à l'Amérique dont le commerce extérieur se trouverait favorisé. Pour ces deux raisons, les Banques de Réserve, en vue de rendre le marché plus facile, procèdent à des achats de titres et en même temps abaissent le taux de l'escompte. « Ce n'étaient là que quelques-unes des principales considérations. Il en intervenait d'autres encore, mais celles-ci suffisent à indiquer qu'à certains moments la situation internationale devient l'un des points importants de la discussion de la politique de la Réserve Fédérale » (1).

L'importance que les autorités du Système de Réserve Fédérale ont attachée tantôt à des facteurs d'ordre intérieur, tantôt à des facteurs d'ordre extérieur pour influencer leur politique de crédit, a donc varié d'un moment à l'autre, mais « il est probable, écrivait M. Burgess, que chacune des mesures prises ces années dernières par les dirigeants de la Réserve Fédérale a été quelque peu influencée par l'or » (2). Ainsi, si le but que les Banques Fédérales de Réserve s'étaient proposé n'était pas la défense de leur encaisse (car celle-ci était excessive), ce n'est pas à dire que le *Federal Reserve Board* se désinté-

(1) Burgess, *op. cit.*, p. 220.

(2) *Idem*, p. 281.

ressât des mouvements internationaux de l'or. Seulement la politique de l'or des Etats-Unis n'était pas commandée par les besoins monétaires du pays, mais « s'inspire plutôt, disait M. Mireaux, d'une conception générale de l'équilibre monétaire, de la distribution du crédit et de l'harmonie des prix qui doivent régner dans le monde » (1).

* * *

A côté du taux d'escompte complété par les opérations sur le marché libre qui avaient pour but de contrôler la création du crédit par les banques affiliées, le Système de Réserve Fédérale a usé d'un second moyen par lequel il a voulu contrôler, d'une façon plus directe, sa propre création de crédit. Ce second moyen a été la mise en circulation, depuis juillet 1922, des certificats d'or dont le montant s'est élevé de 170 millions de dollars à cette époque à 900 millions en septembre 1924.

Usant de ce procédé, la Banque de Réserve substituait tout simplement un montant de dollars de certificats d'or à un montant égal de billets de Réserve Fédérale. Comme le certificat d'or était garanti dollar pour dollar, c'est-à-dire 100 %, par de l'or déposé au Trésor des Etats-Unis, tandis que l'émission d'un billet n'exigeait, aux termes de l'Act de 1913, qu'une couverture de 40 % de son montant, il ne se produisit, par ce procédé, ni augmentation ni diminution de la circulation monétaire. La seule conséquence qui en résulta fut un léger abaissement de l'encaisse aux exigibilités de billets et de dépôts, et, par conséquent, la diminution de la faculté de prêt et de placement de la Banque de Réserve.

(1) E. Mireaux, *op. cit.*, p. 350 et 351.

Pour comprendre mieux ce mécanisme, il faut se rappeler que lorsque l'or importé était versé par la banque affiliée à la Banque de Réserve, en contre-partie de cet or la banque affiliée obtenait un crédit. Ce crédit pouvait lui servir soit à éteindre une dette vis-à-vis de la Banque de Réserve, comme le cas s'est produit en 1921 quand, à la suite d'un marasme général des affaires, les banques affiliées, étant peu sollicitées de consentir de savances au commerce et à l'industrie, ont tenu à réduire leur dette vis-à-vis des Banques de Réserve ; soit à constituer la base d'un accroissement des prêts et des dépôts bancaires. Mais l'or ainsi déposé à la Banque Fédérale, tout en accroissant le solde de réserve de la banque adhérente, accroît à la fois les avoirs d'or de la Banque de Réserve, ce qui augmente, par conséquent, la faculté de prêt et de placement de cette dernière. Quand la limite légale de la création du crédit sur le montant de l'or déposé était atteinte par la banque affiliée, celle-ci n'était plus en mesure d'augmenter ses avances qu'en empruntant à la Banque de Réserve qui, par le taux d'escompte complété par la politique d'intervention sur le marché libre dont nous avons parlé plus haut, facilitait ces emprunts ou les rendait plus difficiles, suivant le cas. Il est clair maintenant qu'en retirant de leurs billets et en les remplaçant par des certificats d'or, les Banques de Réserve restreignaient leur faculté de prêt, car la marge supplémentaire de crédit disparaissait. Si, d'autre part, la couverture du Système, à la suite des exportations d'or, avait besoin d'être renforcée, les Banques de Réserve n'avaient qu'à effectuer l'opération inverse, c'est-à-dire retirer de la circulation des certificats d'or et leur substituer des billets de Réserve Fédérale.

* * *

En résumé, par la remise de l'or au Trésor en échange des « Gold Certificats » qu'elles remettaient en circulation au lieu de billets de la Réserve Fédérale et par leur politique de crédit dont les deux instruments principaux étaient les taux d'escompte et les opérations sur le marché libre, les Banques de Réserve se sont abstenues de mettre intégralement en usage l'or détenu par elles. « Les réserves des Banques Fédérales, qui, légalement, doivent être comprises entre 35 et 40 % de leurs engagements, atteignaient la proportion de 82 % au milieu de 1924. Les Banques Fédérales disposaient donc d'une marge de crédit formidable et inutilisable » (1). Cependant les banques affiliées ont fait usage de toute leur marge de crédit. La Banque de Réserve Fédérale, disait M. Goodenough, « a amplement pourvu aux besoins de sa propre circulation monétaire et de son système de crédit. En même temps elle a maintenu une réserve séparée pour faire face aux demandes des autres pays, dès que des conditions de change favorable permettraient à ceux-ci de prendre de l'or » (2).

* * *

Nous passons sur les critiques qui ont reproché au Système de Réserve Fédérale d'avoir manqué à sa tâche de solidarité internationale en stérilisant une partie du stock d'or qui s'était accumulé aux Etats-Unis (3), car

(1) Bonnet, *Les expériences monétaires contemporaines*, p. 57.

(2) F. G. Goodnough, *La restauration de l'Europe et de l'Empire britannique*, *Revue économique internationale*, avril 1928, volume II, p. 142.

(3) Voir notamment Keynes, *La réforme monétaire*, 1924, Paris, trad. française, p. 192 et suiv.

on verra dans la suite de cet ouvrage que l'expansion de crédit aux Etats-Unis « a été poussée suffisamment loin, comme l'a très justement fait remarquer M. Roberts, dans l'intérêt du monde entier » (1).

L'avènement de la crise économique mondiale à la fin de 1929 nous dispense d'insister ici davantage sur ces critiques. Toutefois, une constatation s'impose, c'est que les Banques Fédérales de Réserve, en renonçant délibérément à utiliser tout l'or affluant aux Etats-Unis, étaient prêtes à laisser sortir le surplus d'or, soit que cette sortie résultât d'un prêt consenti à des pays d'Europe par les Etats-Unis, soit du jeu des lois économiques ; c'est d'ailleurs ce que nous verrons quand nous aurons à traiter de la répartition de l'or après la stabilisation des changes européens. Cependant, avant de terminer cette section, nous tenons à faire remarquer, avec Burgess, que les trois moyens qui ont été employés par les Banques de Réserve Fédérale pour faire face aux importations d'or, et qui viennent d'être exposés, étaient « des palliatifs et non des remèdes. Le désordre financier qui a amené aux Etats-Unis une telle quantité d'or résidait dans la dépréciation et la variabilité des changes étrangers, et le seul remède effectif était la stabilisation des monnaies intéressées » (2).

C'était le trouble monétaire mondial provoquant les migrations d'or aux Etats-Unis, qui entraîna l'instabilité des prix et, par la stimulation vers la spéculation, désorganisa les opérations financières internationales. Aussi, était-il de l'intérêt de l'Amérique même d'aider à la restauration de l'étalon-or à l'étranger. A côté des mesures

(1) George E. Roberts, *op. cit.*, p. 56.

(2) Burgess, *op. cit.*, p. 284.

dont nous venons de parler, les Banques Fédérales de Réserve ont coopéré d'une façon plus directe à la restauration de l'étalon-or à l'étranger, ce dont nous allons parler dans le chapitre suivant.

CHAPITRE II

L'ASSISTANCE TECHNIQUE DES BANQUES D'ÉMISSION DANS LA STABILISATION DES CHANGES EUROPÉENS

Le profond bouleversement des systèmes monétaires, provoqué par des causes multiples et diverses, avait techniquement son origine dans l'abandon de l'étalon-or dont l'adoption quasi-universelle assurait, avant la guerre, plus ou moins avec succès, la stabilité des monnaies et des changes. « Puisque le diagnostic était certain, que la crise avait son point de départ dans l'abandon de l'étalon-or, c'était tout naturellement vers le rétablissement de ce système que l'on devait s'orienter pour tenter de restaurer le bon fonctionnement du mécanisme monétaire » (1). Cette nécessité avait été proclamée par la Conférence financière internationale, réunie à Bruxelles le 24 septembre 1920 « dans le but d'étudier la crise financière, de rechercher les moyens d'y remédier et d'en atténuer les dangereuses conséquences ». Deux ans plus tard la Conférence économique de Gênes, suivant l'exemple de la Conférence de Bruxelles, proclamait à son tour la nécessité de revenir à l'étalon-or. « Il est désirable

(1) Louis Pommery, *L'avenir de l'étalon-or* (Communication à la Société d'économie politique), *Journal des économistes*, avril 1928, p. 41.

que toutes les monnaies soient établies sur un étalon commun » (*Résolution IV* de la commission financière de la Conférence de Gênes). « L'étalon-or est le seul que les nations européennes puissent adopter actuellement » (*Résolution V*).

Les conseils donnés par ces deux conférences ont été écoutés, et des adversaires de l'étalon-or (1) qui demandaient sa déchéance ont vu leurs critiques rester lettre morte. Le même sort fut réservé à une série de projets qui ont été présentés dans la presse pour résoudre le problème financier posé par la guerre. Aucun de ces projets, qui se ramenaient à la création d'un billet international sous une forme ou sous une autre, n'a trouvé son application pratique (2). Ainsi les conceptions d'avant guerre qu'on se faisait de la monnaie ont prévalu et en revenant à l'étalon-or ce fut à la stabilisation des changes que les pays intéressés se sont attaqués. Pour que l'entreprise pût être couronnée de succès, il fallait réaliser préalablement un certain nombre de conditions essentielles. C'est en nous basant uniquement sur les expériences monétaires contemporaines que nous allons résumer ces conditions. Nous distinguerons parmi elles, d'une part, les conditions d'ordre intérieur et, d'autre part, les conditions d'ordre extérieur, quoique la ligne de démarcation soit assez difficile à établir, car dans la plupart des cas l'effort intérieur et le concours extérieur, dépendant l'un de l'autre, sont allés de pair, de sorte que leur réalisation a été presque simultanée.

(1) Voir Keynes, *op. cit.*

(2) Voir, à ce sujet, l'article de Gide, *Des projets d'entente financière après la guerre*, dans la *Revue d'économie politique*, 1918, p. 1 et suiv.

SECTION PREMIÈRE

**Les conditions intérieures de la stabilisation
monétaire**

En procédant à l'examen des conditions intérieures qui devaient être remplies avant de décréter la convertibilité du billet de banque, nous n'avons pas et ne pouvons avoir la prétention de toucher toutes les questions complexes et de nature diverse qui s'y sont rattachées. Nous n'avons d'autre but que d'exposer les plus importantes de ces conditions et de donner, de façon synthétique, une idée de l'aspect intérieur de ce problème, afin de pouvoir mieux comprendre comment s'est présenté son aspect extérieur qui intéresse tout particulièrement notre sujet.

Parmi ces conditions, la réalisation de l'équilibre financier intérieur, c'est-à-dire l'arrêt de l'émission du papier pour le compte de l'Etat et l'équilibre budgétaire, était la condition fondamentale. Comme la cause essentielle de l'émission fiduciaire se trouvait dans le déficit budgétaire, c'était finalement à cette cause qu'il fallait s'attaquer pour restaurer la santé monétaire. « L'inflation et les dépenses de l'Etat ont une tendance accusée à marcher côte à côte, de telle sorte que la situation s'aggrave de plus en plus » (1). D'autre part, « stabiliser une monnaie dont le volume augmente sans répit est un dessein chimérique, sinon absurde » (2).

Ainsi une stabilisation monétaire n'est guère possible avant d'avoir mis de l'ordre dans les finances publiques.

(1) Cassel, *op. cit.*, p. 296.

(2) Georges Lachapelle, Préface à l'ouvrage du professeur Cassel : *La monnaie et le change après 1914*, p. XIX.

Un budget équilibré exerce une influence décisive sur l'arrêt de l'inflation et rend possible d'abord la limitation, ensuite la liquidation de la dette de l'Etat envers la Banque d'émission. Cet équilibre devait être réel, écartant non seulement le recours à l'émission de billets, mais aussi le recours à l'emprunt, car la charge constamment accrue des intérêts à inscrire pouvait mettre ce dernier de nouveau en déficit « et obliger l'Etat, pour le couvrir, à recourir de nouveau au dangereux expédient de la dette flottante » (1). Autrement dit, il faut un équilibre budgétaire obtenu par la voie de la réduction des dépenses ou par celle de l'augmentation des recettes ou par les deux à la fois.

En résumé, tant que l'Etat restait incapable d'équilibrer ses dépenses par des recettes normales et continuait, par conséquent, d'avoir recours soit à l'emprunt public à court terme, soit aux avances de la Banque d'émission, toute tentative en vue de stabiliser le cours du change devait être condamnée à l'échec.

Mais en même temps il y avait le problème de la dette flottante existante qui avait pris dans la plupart des pays des proportions fort considérables. A ce propos, il convient de remarquer qu'à la considérer en elle-même, la dette à court terme peut ne pas être inquiétante. Dans un pays dont le crédit est à l'abri de tout soupçon, elle ne présente pas d'inconvénients, car les effets du Trésor venant à échéance sont normalement renouvelés, et on trouve, en effet, de nombreux exemples dont la restauration monétaire s'accommode fort bien d'une dette flot-

(1) Rist, *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, p. 61.

tante, même considérable. Cependant, dans certains pays dont la situation financière n'inspirait pas, pour une raison ou pour une autre, une confiance illimitée et où on doutait, par conséquent, de la solvabilité du Trésor, le problème de la dette flottante intérieure se posait d'une façon toute différente. Dans ces pays le danger résidait précisément dans la possibilité de voir les détenteurs d'effets sur le Trésor demander en masse le remboursement de leurs créances. Cette possibilité constituait une menace perpétuelle d'inflation car, dans ce cas, l'Etat n'a le choix qu'entre le recours aux avances massives de l'Institut d'émission, c'est-à-dire l'inflation, et le refus de rembourser aussi nuisible à l'économie nationale qu'au crédit de l'Etat. C'est pourquoi les dettes flottantes, dans de pareilles circonstances, ont besoin d'être consolidées tout au moins de telle manière qu'elles ne puissent guère laisser de place à l'imprévu. La Belgique, instruite par sa première tentative de stabilisation monétaire, n'hésita pas à recourir à la consolidation forcée qui fut effectuée par l'échange de Bons du Trésor contre des obligations privilégiées, et avec garantie de change, de la Société Nationale de chemin de fer. Le rapport du Comité des experts pour la stabilisation du franc, ayant écarté la consolidation forcée, imagina un mécanisme de liquidation de la dette flottante comportant la création d'une caisse autonome chargée de gérer cette dette et entièrement distincte du Trésor. D'autres pays enfin, comme l'Allemagne, n'avaient pas à s'en occuper, car leur « dette flottante, comme le dit le professeur Rist, avait été volatilisée par l'inflation » (1). Ainsi le pro-

(1) Rist, *La stabilisation en Allemagne et en Tchécoslovaquie, L'Europe nouvelle*, 29 mai 1926, p. 750.

blème de la dette flottante fut réglé suivant le cas d'une manière ou d'une autre dans les différents pays et, de ce côté aussi, la menace d'inflation fut-elle écartée.

Mais, si un véritable équilibre budgétaire, supposant écarter définitivement l'inflation, était considéré comme une condition indispensable de succès d'une stabilisation monétaire, il n'en est pas moins vrai que pour arriver à l'équilibre budgétaire lui-même, partant à l'arrêt de l'émission de papier-monnaie, et pour le maintenir, il fallait encore la réalisation « *simultanée* » de la stabilisation monétaire. En effet, toute tentative d'équilibre budgétaire est vaine s'accompagnant des fluctuations de changes qui, avec leurs répercussions sur les prix intérieurs, réagissent sur les dépenses publiques et déjouent toutes les prévisions. En revanche, là où le Gouvernement s'est borné seulement à intervenir sur le marché des changes, ces interventions n'ont eu qu'une efficacité médiocre et souvent des sommes considérables ont été dépensées en pure perte. C'est qu'on ne peut voir dans ces efforts la réalisation d'un plan définitif de stabilisation, et à eux seuls ils n'ont pas un effet psychologique suffisant. « Pas d'équilibre budgétaire sans stabilité monétaire. Les mesures budgétaires tendant à l'équilibre et les mesures monétaires à la stabilité, se tiennent et se complètent » (1). « Les deux opérations peuvent et doivent marcher d'accord. Elles se conditionnent et se complètent mutuellement » (2). Parlant de la stabilisation de la monnaie allemande, M. Bonnet remarque que « l'expé-

(1) Nicolas Raffalovitch, *op. cit.*, p. 106.

(2) Rist, *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, p. 10.

rience démontrait que le budget des dépenses du Reich était fonction du change beaucoup plus que celle des recettes » (1). Cette remarque peut s'appliquer également à beaucoup d'autres pays. En conséquence, la stabilisation financière et la stabilisation monétaire devaient marcher de pair et rien ne pouvait fortifier « l'achèvement de la première comme la mise en train de la seconde » (2).

La nécessité est apparue donc partout d'agir sur la situation budgétaire et d'empêcher à la fois les manœuvres spéculatives et de coordonner l'offre et la demande de devises étrangères, afin que le cours de la devise nationale soit soumis au jeu normal des lois économiques. Au début, on a pratiqué une stabilisation provisoire, les oscillations des changes, d'abord libres et mises à profit pour accroître la masse de manœuvre en devises, devaient être progressivement limitées à des cours voisins du futur taux de convertibilité légale. Cette stabilisation de fait, dont le mécanisme consistait en vente et achat de devises étrangères à un prix fixe, a été préparée par l'action d'un organisme technique sur le marché des changes. Cet organisme, dans la plupart des cas confondu avec la Banque centrale, ne pouvait remplir son rôle et supprimer progressivement les variations erratiques des changes que s'il possédait dès le début de son fonctionnement des ressources suffisantes. Celles-ci ont été procurées soit par l'émission d'un emprunt à l'étranger, soit par l'ouverture de crédits à court terme en devises étran-

(1) Bonnet, *op. cit.*, p. 80.

(2) Rist, *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, p. 19.

gères (1), soit enfin par l'utilisation des propres ressources de l'Institut d'émission souvent appuyées sur des crédits étrangers.

Les conditions monétaires et financières réalisées, l'Institut d'émission a employé le mécanisme de la stabilisation de fait pendant un temps plus ou moins prolongé. Cela s'explique par le fait que le cours de la stabilisation légale de l'unité monétaire ne peut pas résulter d'une décision arbitraire. La stabilisation d'une monnaie de papier n'est en fin de compte qu'un résultat qu'il ne faut pas précipiter. A côté des conditions financières et monétaires, elle suppose la réunion d'un certain nombre de conditions économiques qui permettent de créer une situation aussi favorable que possible pour la production et les échanges. Il est nécessaire d'analyser avec attention les divers éléments constitutifs de la balance des comptes dont l'équilibre constitue la seconde condition nécessaire à la réussite de la stabilisation monétaire. Cette balance doit être d'une façon normale en équilibre, car la réserve disponible-or ou devise de la Banque d'émission fondrait vite si l'excédent des dettes extérieures sur les créances exigibles présentait un caractère durable. Dans ce cas, en effet, l'Institut d'émission se verrait dans l'impossibilité de fournir sans cesse des moyens de paiement internationaux et l'épuisement de ses réserves ferait échouer la stabilisation entreprise. Mais très souvent l'encaisse métallique ne suffit pas même à faire face aux déséquilibres momentanés d'une balance des comptes normalement équilibrée, et on sait que ces déficits passa-

(1) Nous nous réservons de parler dans la seconde partie de cette étude des répercussions qu'a eues sur la crise actuelle la pratique de cette politique.

gers se règlent par l'obtention des crédits étrangers. Allons même plus loin et disons qu'aujourd'hui les règlements de comptes les plus décisifs pour la tenue des cours de la monnaie et pour sa stabilisation définitive, proviennent surtout des mouvements de capitaux. Leur rôle dans la régularisation des cours du change prend de plus en plus d'importance dans l'économie financière moderne. En conséquence, pour que la réforme monétaire réussisse, il est indispensable que le mouvement des capitaux s'opère dans un sens favorable au pays qui effectue la stabilisation monétaire. Les taux d'intérêt plus rémunérateurs, ainsi que le degré de sécurité dont jouissent ou croient jouir les détenteurs de fonds, déterminent la direction que prennent les mouvements de capitaux à court terme. Il en ressort qu'il faut la certitude qu'aucune dépréciation monétaire nouvelle ne les affecte, ce qui exige, comme nous l'avons dit plus haut, que la situation budgétaire ne redoute aucun danger d'inflation. Tant que la confiance dans la politique financière et monétaire persistera, les capitaux à court terme ne feront pas défaut.

En outre, les expériences financières contemporaines ont prouvé qu'une action stabilisatrice, pour être possible, doit coïncider avec une orientation politique qui cesse d'inspirer la méfiance aux classes possédantes à l'intérieur et à l'extérieur du pays. Le danger d'un bouleversement social doit être à tout prix éliminé, ainsi qu'une politique financière démagogique qui a pour résultat de tarir l'épargne, d'entraver l'esprit d'initiative. Pour atteindre ce but dans la plupart des cas l'exécutif fut doté de « pleins pouvoirs ».

Enfin, les pays dont la monnaie, tout en subissant une forte dépréciation, n'est pas tombée à zéro comme celle

de l'Allemagne ou de l'Autriche, ont dû liquider leur dette envers la Banque d'émission afin d'assainir la circulation monétaire et de rendre indépendant de l'Etat le crédit de la Banque. Une partie de cette dette fut éliminée par la réévaluation de l'encaisse-or au cours légal nouveau de l'unité monétaire, c'est-à-dire en décrétant l'échangeabilité de l'unité papier contre un poids d'or inférieur à celui que contenait l'unité monétaire d'avant-guerre ; pour le reste on se procurait le gage au moyen d'un emprunt extérieur dit « de stabilisation » dont le produit était remis par l'Etat à l'Institut d'émission. Le montant de la dette restée dans certains pays après la réévaluation de l'encaisse et la remise du produit de l'emprunt extérieur, devait être progressivement amorti par un compte spécial alimenté par les revenus spécifiés dans la Convention intervenue entre l'Etat et la Banque d'émission, comme, par exemple, en Roumanie.

Ajoutons encore qu'on a réglementé également des dettes de guerre dans les pays qui en avaient contractées pendant la guerre, de même que la dette flottante extérieure, là où elle existait. De plus, une banque centrale a été établie dans les pays qui n'en avaient pas, en même temps que le privilège d'émission a été presque partout concentré dans un seul institut d'émission. La Convention entre l'Etat et la Banque d'émission écartait partout toute possibilité d'inflation.

Une fois remplies les conditions nécessaires à l'opération, il fallait fixer le poids et le titre de la nouvelle monnaie, c'est-à-dire déterminer le taux de stabilisation légale dans lequel la Banque d'émission devait échanger ses billets, ce qui posait d'ailleurs un problème singulièrement délicat. On a tâché de le résoudre de manière à ne

pas troubler la vie économique du pays et à laisser à la Banque d'émission une proportion d'encaisse aux exigibilités jugée suffisante pour maintenir sa capacité de remboursement. En d'autres termes, pour estimer la valeur réelle de l'unité monétaire, il a été tenu compte, d'une part, des niveaux des prix intérieur et extérieur, et, d'autre part, on a pris en considération le gage-or des billets de banque, bien qu'il ne faille pas attacher une trop grande importance à ce second facteur. Quoiqu'il en soit, il faut remarquer, dès à présent, qu'à cet égard, et encore que cette question ait été tranchée d'après des données expérimentales, c'est-à-dire après une stabilité approximative et durable du change, certains pays ont commis de graves erreurs qui ne sont apparues qu'à la lumière des événements ultérieurs, comme nous le verrons par la suite.

Si nous voulons maintenant résumer dans leurs grandes lignes les conditions indispensables pour maintenir une monnaie stable, elles se ramènent à : l'équilibre budgétaire, l'équilibre de la balance des comptes, l'existence d'une large réserve de change, au choix judicieux du taux de convertibilité en or de la monnaie nationale, à l'avènement d'un pouvoir fort, la nécessité de pratiquer une politique tant économique que financière raisonnable ; — « aucune de ces conditions n'était suffisante, dit M. Bonnet, mais chacune d'elles était nécessaire » (1).

*
* * *

Nous avons donné dans cette section des considérations

(1) Bonnet, *op. cit.*, p. 206.

d'ordre général, sans prétendre avoir englobé toutes les conditions d'ordre intérieur dont dépend en général la réussite d'une stabilisation monétaire. Cependant, il ressort de ces considérations tout au moins que les variations du change peuvent être déterminées par des facteurs divers et qu'une doctrine qui attribuerait ces variations à une seule cause serait loin de la vérité.

Il serait intéressant aussi de se livrer à un examen plus détaillé des réformes monétaires dans chaque pays pris isolément, car si les éléments de la réussite d'une stabilisation monétaire présentent des uniformités apparentes, ils doivent souvent être mis en pratique dans des conditions qui varient sensiblement d'un pays à l'autre. Malgré tout l'intérêt que présenterait un tel examen, nous avons estimé qu'il ne serait pas à sa place dans cette étude d'un caractère général. Toutefois, dans la section suivante, nous y ferons allusion quand cela nous paraîtra indispensable à la clarté du sujet.

SECTION II

Les conditions d'ordre extérieur de la stabilisation monétaire.

« Une stabilisation monétaire consiste essentiellement à rétablir le lien brisé entre la monnaie nationale et la monnaie internationale, l'or. Son succès dépend, donc, en partie, de l'atmosphère de confiance non seulement nationale, mais internationale dans laquelle elle s'accomplit » (1). De ce fait, l'entente avec les principales banques

(1) Rist, *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, p. 77.

d'émission présente une condition supplémentaire de succès pour la stabilisation monétaire. La connaissance qu'ont ces institutions des circonstances dans lesquelles s'effectue l'opération ne peut que contribuer à accroître leur confiance dans son succès. D'autre part, les banques d'émission étrangères qui connaissent complètement leur propre marché peuvent suggérer des conseils utiles à la banque d'émission qui sollicite leur collaboration. C'est pourquoi, dans la période d'après-guerre, tous les pays ont effectué leur stabilisation monétaire avec l'appui des grands marchés internationaux représentés par leurs banques d'émission qui étaient mises préalablement au courant de l'opération projetée. Aussi le professeur Rist pouvait-il dire, en parlant de la peseta espagnole, que les conditions d'ordre extérieur comportent « des accords avec les grands marchés monétaires étrangers destinés à créer autour de l'opération l'atmosphère de sympathie et de collaboration internationale indispensable » (1).

Mais, tandis que les stabilisations monétaires de certains de ces pays ont été faites avec un appui tacite de ces marchés, les banques d'émission des autres pays ont tenu, au contraire, à obtenir l'appui exprès des banques d'émission étrangères en prenant auprès d'elles des assurances sous forme d'ouvertures de crédit. A supposer réalisées les conditions intérieures que nous avons passées en revue dans la section précédente, le concours étranger, sous cette forme, s'est toujours révélé désirable. En 1879, les Etats-Unis, reprenant les paiements en or, se sont fait ouvrir préalablement à Londres, en vendant

(1) Rist, *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, p. 71.

des obligations, un crédit de 15 millions de dollars qui devait être utilisé, en cas de nécessité, pour assurer la stabilité du change du dollar. Les ouvertures de crédit de banque centrale à banque centrale, qui ont eu lieu au cours des stabilisations monétaires récentes, visaient précisément le même but. C'est à l'analyse de ces cas que sera consacrée la présente section.

§ 1. — *Le crédit ouvert à la Banque d'Angleterre en 1925 par la Banque de Réserve Fédérale.*

Lorsque l'Angleterre a décidé le retour à l'étalon-or au printemps de 1925, le Système de Réserve Fédérale a prêté son aide à la Banque d'Angleterre sous la forme d'un crédit de 200 millions de dollars, prouvant ainsi une volonté de bonne entente et démentant des publicistes qui imaginaient volontiers des guerres entre les marchés financiers. Les conditions que comportait l'accord conclu à cet effet entre la Banque d'Angleterre et la Banque de Réserve Fédérale de New-York, avec la participation des autres Banques de Réserve, ont été exposées par le Conseil de Réserve Fédérale dans son compte-rendu pour l'année 1925. Etant donné l'intérêt que présente le mécanisme technique de ces opérations financières, ainsi que les motifs qui ont déterminé le Système de Réserve Fédérale à agir de la sorte, nous croyons utile de donner ici les principaux passages de l'accord conclu, tel qu'il était reproduit par M. Burgess (1). Voici les stipulations essentielles de cet accord :

« ... En levant les restrictions imposées aux exporta-

(1) M. Burgess, *op. cit.*, p. 287 et suiv.

tions d'or, le Gouvernement britannique jugea qu'il lui fallait absolument obtenir l'appui de crédits étrangers auxquels l'Angleterre pourrait avoir recours pendant la période de transition, au cas où son pouvoir de maintenir un marché libre de l'or se trouverait menacé par des sorties considérables de métal. Dans ces conditions, la Banque d'Angleterre demanda au Système de Réserve Fédérale de lui accorder la faculté de prélever en cas de nécessité de l'or dans les Banques de Réserve, jusqu'à concurrence d'une somme de \$ 200.000.000 et pour une période de deux années. En même temps, le Gouvernement britannique concluait un crédit supplémentaire de \$ 100.000.000 avec un groupe privé de banquiers, aux Etats-Unis. En approuvant l'accord intervenu avec la Banque d'Angleterre, le Conseil a agi dans la conviction que le rétablissement de l'étalon-or constituerait un pas important dans la voie du rétablissement de la stabilité monétaire dans le monde entier, et que les affaires et les conditions du crédit aux Etats-Unis ne pourraient que bénéficier largement de cette stabilité. Les exportateurs américains de produits agricoles et autres, dont les affaires ont été exposées, dix années durant, aux aléas et aux frais qu'impliquent les transactions avec des pays dont les changes étaient instables, se trouveraient, par suite du rétablissement de l'étalon-or, libérés des risques liés à cet état de choses. Les conditions de crédit aux Etats-Unis cesseraient d'être troublées par l'afflux continu et irrésistible de l'or qui avait été, pendant plus de quatre années, la cause primordiale d'un accroissement rapide du crédit bancaire. Une fois que les principales places monétaires seraient redevenues les marchés libres de l'or, et que les changes auraient retrouvé leur stabi-

lité, les uns par rapport aux autres, le mouvement de fonds entre les marchés répondrait plus librement aux écarts entre le taux de l'argent et les conditions du crédit. Ainsi, la reprise des paiements or dans les principaux pays commerciaux du monde fournirait une base permettant le libre jeu des forces qui, avant la guerre, agissaient dans le sens du maintien d'un contact étroit entre les marchés monétaires du monde.

S'inspirant de ces considérations, le Conseil de Réserve Fédérale a approuvé l'accord intervenu entre la Banque de Réserve Fédérale de New-York et la Banque d'Angleterre, avec la participation des autres Banques de Réserve. En vertu de cet accord, la Banque de Réserve Fédérale de New-York s'est engagée à vendre de l'or à crédit, à la Banque d'Angleterre, périodiquement, au cours des deux années suivantes, à condition que la somme empruntée ne dépasse jamais \$ 200.000.000. Ce crédit devait, dans la mesure où il serait réellement utilisé, porter intérêt à un taux supérieur de 1 % à celui du taux d'escompte de la Banque de Réserve de New-York, sans qu'il pût être inférieur à 4 %, ni supérieur à 6 %, ou au taux d'escompte de la Banque, au cas où celui-ci dépasserait 6 %. Le taux d'intérêt que le Gouvernement britannique avait à payer sur le crédit contracté, auprès des banquiers privés, devait être déterminé d'une manière analogue. Lorsqu'elle effectuerait un achat d'or, la Banque d'Angleterre porterait sur ses livres au crédit de la Banque de Réserve Fédérale de New-York, un dépôt équivalent en livres sterling. Après entente avec la Banque d'Angleterre, ce dépôt pourrait servir de temps à autre à acheter des effets de commerce admissibles, libellés en livres et garantis par l'Institut d'émission britannique, et dans

ce cas, le profit réalisé servirait à payer les intérêts. Le remboursement de toute somme d'intérêt ou de principal sur le crédit en cours au bout de deux ans, était garanti par le Trésor britannique. Toutefois, l'accord conclu par le Système avec la Banque d'Angleterre était une transaction purement bancaire et ne constituait nullement une convention avec le Gouvernement britannique. Depuis le rétablissement de l'étalon-or en Grande-Bretagne, l'évolution bancaire de ce pays a été telle qu'aucun événement n'a jamais nécessité le recours à une partie quelconque du crédit ouvert par la Banque de Réserve.

Les accords intervenus entre la Banque d'Angleterre et la Banque de Réserve Fédérale de New-York ne comportaient aucun engagement quant à la politique que l'une ou l'autre pratiquerait vis-à-vis des conditions du crédit chez elle, ou des modifications à apporter aux taux d'escompte. »

La Banque d'Angleterre n'utilisa jamais ce crédit et il prit fin en mai 1927, « mais il n'est pas douteux, ajoute Burgess, que son existence fut une garantie supplémentaire de succès pour le projet de restauration de l'étalon-or » (1). Il constitua surtout, suivant l'expression du chancelier de l'Echiquier, « un solennel avertissement aux spéculateurs de tous les pays » (2).

§ 2. — *L'ouverture de crédit par les Banques Centrales étrangères à la Banque Nationale de Belgique en 1926.*

Guidée par des considérations dont s'était inspiré le Système de Réserve Fédérale en ouvrant des crédits à

(1) Burgess, *op. cit.*, p. 289.

(2) Cité par Louis Baudin, *op. cit.*, p. 701.

la Banque d'Angleterre, la collaboration des Banques d'émission, en vue de faciliter le retour à l'étalon-or, s'est développée davantage par la suite. Après le rétablissement de la liberté d'exportation de l'or en Angleterre, elle allait se manifester au profit de la Banque Nationale de Belgique.

On sait que la première tentative de stabilisation monétaire en Belgique s'est traduite par un échec, car il lui manquait la réalisation des conditions intérieures dont les principales n'ont pas été remplies. L'emprunt extérieur de 150 millions de dollars sur lequel on avait cru pouvoir compter ne s'est pas réalisé. Sans attendre la conclusion de cet emprunt et sur de simples promesses de crédit, on avait procédé en fait à une stabilisation automatique des changes. Par la suite l'emprunt fut refusé, et, d'autre part, les conditions politiques et psychologiques faisant défaut, des capitalistes étrangers répugnèrent à placer en Belgique les capitaux à court terme. La Banque Nationale, faute d'une réserve d'or et de change suffisante, dut donc renoncer, devant la pression des demandes de devises étrangères à Bruxelles, à convertir à un taux fixe des francs belges en dollars et ce fut l'effondrement.

Lorsqu'on procéda à la seconde stabilisation, des précautions ont été prises pour éviter un échec semblable. Les conditions politiques et psychologiques, dont l'importance s'était montrée prépondérante, furent améliorées. En même temps, on tombait d'accord sur les conditions de l'emprunt extérieur. L'emprunt qui a été pris ferme par un groupe puissant comprenant des maisons bancaires en Angleterre, aux Etats-Unis, en Hollande, en Suisse et en Suède, fut émis simultanément avec plein succès sur les marchés de ces pays. Il était nominalemeut de 100 mil-

lions de dollars, émis dans le public à 95 % et cédé aux banquiers à 90 %. L'intérêt était de 7 % avec remboursement à 105 en trente ans.

Outre l'emprunt extérieur, les principales banques d'émission, à circulation or, prenaient la réforme monétaire belge sous leur patronage en offrant à la Banque Nationale de Belgique un crédit sous forme de réescompte ou de cession d'effets. Ce crédit, d'un montant de 35 millions de dollars, n'était ouvert qu'à la condition que dans un délai de trente jours la Belgique procédât à la stabilisation de sa monnaie et obtînt des banques privées étrangères l'emprunt extérieur mentionné plus haut.

Les banques centrales étrangères faisant partie de la Convention de crédit conclue le 5 octobre 1926 entre elles et la Banque Nationale de Belgique étaient : la Banque d'Angleterre, la Banque de Réserve Fédérale de New-York, la Reichsbank, la Banque d'Etat de Suède, la Banque de Hollande, la Banque Impériale du Japon et les Banques Nationales d'Autriche et de Hongrie. Le concours de la Banque Nationale Suisse, envisagé dès le moment de la conclusion de l'accord, fut acquis dans la suite. Comme au début, il n'était question que de banques centrales dans les pays à étalon d'or, ce n'est que plus tard que la Banque de France et la Banque d'Italie, pour donner à la Belgique une preuve de sympathie, ont tenu à se joindre aux autres banques centrales en couvrant également de leur patronage et de leur appui financier la réforme monétaire belge.

La Convention en question n'a pas été publiée et nous sommes dans l'impossibilité d'en dire davantage.

§ 3. — *Les crédits ouverts à la Banque d'Italie
en décembre 1927.*

Suivant l'exemple de l'Angleterre et de la Belgique, les autorités financières en Italie ont jugé également prudent que la Banque d'Italie, outre la provision de devises qu'elle s'était déjà acquise au cours des années précédentes, eût la faculté de s'en procurer d'autres en quantité aussi grande que cela lui paraissait utile.

Aussi, la stabilisation légale de la lire en décembre 1927, a-t-elle coïncidé avec une ouverture de crédit de 75 millions de dollars consentie à la Banque d'Italie par des banques centrales étrangères au régime de l'or, et sous les auspices et avec le concours de la Banque d'Angleterre et de la Banque de Réserve Fédérale de New-York. En plus de ces deux dernières banques, participaient à l'ouverture de crédit : la Banque de France, la Reichsbank, la Banque d'Etat de Suède, la Banque de l'Egypte, la Banque de Pologne, la Banque Nationale d'Autriche, la Banque du Danemark, la Banque Nationale de Hongrie, la Banque du Japon et la Banque Nationale de Tchécoslovaquie.

D'autre part, il convient de mentionner aussi une autre ouverture de crédit, pour une somme de 50 millions de dollars, qui a été accordée par des banques américaines ayant à leur tête la Banque Morgan, ainsi que par les cinq grandes banques anglaises. Dans ce dernier cas il s'agissait également de l'ouverture de crédits à la Banque d'Italie dont elle pouvait faire usage en cas de besoin. Ses facultés de tirage sur l'étranger atteignaient ainsi un total de 125 millions de dollars.

Faisons remarquer que l'accord conclu à cet effet entre la Banque d'Italie et les banques d'émission étrangères

n'a pas été publié non plus, et pas davantage que pour la Convention intervenue entre la Banque Nationale de Belgique et les autres banques d'émission, nous ne pouvons donner ici les détails de cet accord.

§ 4. — *La collaboration et l'assistance technique des Banques d'émission dans la stabilisation monétaire en Pologne et en Roumanie.*

I. — *En Pologne.*

La stabilisation monétaire en Pologne s'est effectuée avant la stabilisation monétaire italienne et, suivant l'ordre chronologique, l'analyse de l'ouverture de crédit à la Banque de Pologne par les banques d'émission étrangères aurait dû précéder celle que nous venons de consacrer aux crédits qui ont été ouverts à la Banque d'Italie. Si nous ne l'avons pas fait, c'est que la collaboration des banques d'émission dans la stabilisation monétaire en Pologne ne s'est pas bornée simplement à l'ouverture de crédits à l'Institut d'émission, comme c'était le cas à l'occasion de la stabilisation du franc belge et de la lire italienne. Tandis que dans ces derniers cas l'intervention effective des banques d'émission étrangères s'est produite, pour ainsi dire, à la dernière phase, alors que le projet de stabilisation était sur le point d'être annoncé au monde, cette intervention dans le cas de la Pologne a eu lieu plus tôt et c'est précisément grâce à elle que la réalisation des conditions intérieures de la stabilisation monétaire dans ce pays était rendue possible.

Avant d'y insister d'une façon plus détaillée, il convient de se rappeler qu'en parlant en général de ces conditions

d'ordre intérieur qui devaient être réalisées avant d'effectuer la stabilisation de la monnaie proprement dite, nous avons fait allusion à plusieurs reprises à l'emprunt extérieur. Cet emprunt était nécessaire soit pour combler le déficit budgétaire et préparer ainsi une stabilisation de fait de la monnaie comme en Autriche et en Hongrie (1), soit pour servir de réserve de change à l'Institut d'émission pendant la stabilisation de fait comme, par exemple, en Allemagne, soit enfin à accroître le gage de la circulation monétaire au moment où on allait décréter la stabilisation légale de la monnaie. Dans ce dernier cas, nous avons dit qu'il était destiné en même temps à assurer l'unification de la circulation monétaire en servant au remboursement partiel des avances que l'Institut d'émission avait faites à l'Etat. Dans tous les cas le produit de l'emprunt étranger servait finalement à créer ou à grossir la couverture de la circulation monétaire (2). Seulement, l'obtention de cet emprunt par certains pays était rendu difficile, sinon impossible, soit que leur situation n'inspirât plus aucune

(1) L'emprunt international de 650 millions de couronnes-or, obtenu par l'Autriche en 1922, a servi non pas à assurer directement la stabilité du change, mais à garantir l'équilibre budgétaire jusqu'à ce qu'il soit assuré directement par les réformes financières. C'était le même cas pour l'emprunt international de 250 millions de couronnes-or, obtenu par la Hongrie en 1924.

La Banque Nationale Autrichienne et la Banque Nationale Hongroise ont décidé cependant, sur cette simple assurance, l'achat et la vente à un cours fixe des devises étrangères et ont réussi ainsi à stabiliser le change de leurs monnaies, de sorte que l'emprunt, tout en étant destiné à assurer l'équilibre budgétaire, n'en a pas moins servi à la stabilisation du change.

(2) En France, ce n'est pas l'obtention d'un crédit extérieur à long terme qui a permis la constitution de la réserve de change nécessaire, mais l'afflux de capitaux étrangers en quête d'emplois fructueux en France, l'afflux de l'or intérieur et le rapatriement de capitaux détenus à l'étranger par des Français, comme nous le verrons dans le chapitre suivant. Le portefeuille des devises de la Banque de France s'est accru, entre la fin de 1926 et le début de 1928, de plus de 20 milliards.

confiance, soit que les conditions posées par la finance étrangère s'avérassent inacceptables. C'est pour faire face à cet état de choses que le Conseil de la Société des Nations, sur l'initiative de la Conférence de Bruxelles, créa son Comité financier dont la collaboration à la restauration monétaire de l'Autriche allait constituer le premier exemple de ces programmes de nature contractuelle dont se sont inspirées les réformes monétaires réalisées par la suite. L'intervention de ce Comité, ayant pour objet souvent de rendre l'assistance extérieure possible et moins onéreuse, montra surtout son utilité au point de vue psychologique. Des résultats semblables purent être obtenus également en Allemagne par l'intermédiaire du Comité Dawes. Ainsi importe-t-il de répéter maintenant que l'action nationale n'était pas toujours suffisante à réaliser les conditions intérieures nécessaires à la réussite de la stabilisation monétaire et qu'elle dépendait dans une large mesure du concours extérieur.

*
* *

Au moment où l'Autriche et la Hongrie recouraient à la Société des Nations, la Pologne décidait de réaliser sa réforme monétaire par ses propres ressources. Par un décret du 20 janvier 1924, le Gouvernement polonais, muni de pleins pouvoirs, créa une nouvelle unité monétaire, le zloty, qu'il substitua au mark polonais. La valeur du zloty fut fixée, sans aucune entente préalable avec les principales places étrangères, à celle du franc d'avant-guerre. Le même décret établissait une nouvelle banque d'émission sous le nom de « Banque de Pologne », lui donnant le privilège de l'émission des billets de banque. La compression des dépenses et l'accroissement des recettes publiques,

favorisé par la stabilisation de la monnaie, permirent la remise en équilibre du budget et la cessation de toute inflation. Pendant toute l'année 1924, la Banque de Pologne assura avec succès sa politique du maintien du zloty au pair du dollar. Mais en juillet 1925, le zloty subit une baisse qui s'accrut jusqu'en novembre : de 5,18 le dollar s'éleva jusqu'à 9,40 zlotys. Ce ne fut pas une émission excessive de billets destinés à satisfaire les besoins de l'Etat qui était à l'origine de cette baisse. Le premier fait perturbateur du change a été d'ordre commercial. Comme on sait, la Pologne est une contrée essentiellement agricole et la balance commerciale est pour ce pays l'élément fortement prépondérant de la balance des comptes internationaux. Or, les récoltes polonaises de 1924 ont été gravement déficitaires, ce qui obligea le pays d'une manière tout à fait anormale à des importations d'articles alimentaires pendant la plus grande partie de l'année 1925. Il en résulta un déficit commercial considérable. En même temps, une crise à l'intérieur, due à une mauvaise politique bancaire, se faisait lourdement sentir. Cette situation favorisa des attaques spéculatives parties d'Allemagne contre la monnaie polonaise. D'où l'ébranlement ressenti. Les disponibilités extérieures de la Banque de Pologne tombèrent de 254 millions de zlotys à 37,4 millions à la fin de septembre 1925. D'ailleurs, à défaut de crédits extérieurs et voyant ses réserves d'or et de devises s'épuiser, la Banque avait renoncé à vendre des dollars au cours de 5,18 dès le mois de juillet 1925. « Les disponibilités en monnaies étrangères, disait le compte-rendu de la Banque Polski, n'étaient pas à même de suffire aux engagements à l'étranger, la Banque s'est vue forcée de limiter, au mois de juillet, la vente des devises qui diminuaient sensiblement...

La diminution du stock des devises et des monnaies étrangères a obligé le Gouvernement et la Banque à contracter des crédits spéciaux d'intervention à l'étranger. Cette circonstance a permis de maintenir le cours du change en octobre et, durant la première décade de novembre, à un niveau d'environ 15 % au-dessous du pair. Après l'extinction de ces crédits, la situation s'aggrava en novembre et durant la première quinzaine de décembre ». Par la suite, le cours du zloty demeura toujours instable, et ce n'est qu'au mois de juin 1926 que la Banque de Pologne, en reprenant la maîtrise du marché, put fixer la valeur du zloty aux environs du cours de 9 zlotys par dollar (taux moyen 8,90 pour un dollar), soit une diminution de 40 % par rapport à la parité. En même temps, les autres conditions intérieures dont la réalisation dépendait de l'effort national ont été remplies.



Ainsi la première tentative de la réforme monétaire de la Pologne, après avoir été couronnée de succès pendant plus d'un an, a finalement échoué. Pour expliquer cet échec il faut faire remarquer que la Banque d'émission n'avait pas été dotée de ressources suffisantes. Le montant de l'emprunt que le Gouvernement polonais avait bien contracté à New-York était trop réduit et, comme tel, n'était pas de nature à créer la confiance dans le crédit de la Pologne. Un emprunt d'un montant plus élevé et qui aurait eu cette portée n'aurait été possible sans permettre un contrôle étranger que le Gouvernement polonais ne voulait pas accepter « Il est certain, dit M. Avenol, que l'année 1924 était trop mauvaise pour ne pas éprouver gran-

dement les réserves de la Banque. Mais, si au lieu d'être simplement observé avec une sympathie un peu sceptique, le programme du Gouvernement polonais avait reçu une large approbation extérieure et s'il avait engagé le parrainage de grands financiers étrangers, les capitaux n'auraient pas manqué d'affluer en Pologne, apportant à la Banque d'émission les moyens qui lui faisaient défaut » (1). En conséquence, pour obtenir un emprunt extérieur d'un montant plus élevé et pour mettre fin à la défaveur dont souffrait le crédit de la Pologne sur les marchés européens, où jusqu'en 1927 il avait été trop souvent contesté, la méthode du programme contractuel s'imposait. Seulement, la formule à trouver pour résoudre le problème ainsi posé était d'autant plus difficile qu'il n'existait aucun précédent. L'établissement d'un contrôle étranger sur les finances publiques analogue à celui qui, sous l'égide du Comité financier de la Société des Nations ou du Comité Dawes, a été établi en Autriche, en Hongrie et en Allemagne, ne répondait pas aux conditions de la situation polonaise. En effet, pour retrouver la confiance du capital international, un contrôle de ce genre ne pouvait être accepté que par des pays, dont le crédit ayant sombré avec leur ancienne unité monétaire, étaient acculés à une catastrophe imminente.

Le plan de stabilisation monétaire en Pologne a établi pour la première fois un mécanisme qui, donnant satisfaction aux marchés financiers étrangers, ménageait en même temps les susceptibilités légitimes du pays. Le contrôle étranger, condition nécessaire de l'aide financière

(1) Conférence de M. Avenol : *La politique monétaire de divers pays d'Europe*. (*La politique monétaire de divers pays d'Europe*, Paris, Félix Alcan, 1928, p. 229).

internationale dans les circonstances antérieures, fait place dans le plan de stabilisation monétaire en Pologne « à un principe nouveau : celui de la collaboration et de l'assistance technique entre banques d'émission » (1). A la différence des protocoles de réforme financière qui avaient été adoptés par l'Autriche, la Hongrie, l'Allemagne, le programme de stabilisation polonais pouvait être considéré comme un acte libre du Gouvernement de la Pologne. « Dans la plénitude de sa souveraineté, celui-ci délègue l'exécution du programme de stabilisation à la plus nationale et la plus indépendante des institutions du pays : la banque d'émission » (2). En d'autres termes, une fois les conditions préalables réalisées à l'intérieur du pays par le Parlement et par le pouvoir exécutif, la stabilisation elle-même devait être confiée à la Banque de Pologne qui, à cet effet, fait appel à la collaboration des banques centrales étrangères. Pour qu'un contact constant soit établi entre ces banques et la Banque de Pologne, un administrateur de nationalité américaine, spécialement chargé de suivre attentivement l'application du programme de stabilisation et de donner des conseils utiles, est invité par cette dernière, en vertu d'un acte unilatéral (les statuts et la résolution de la Banque ont été approuvés par le Gouvernement), à siéger dans son Conseil. D'après le *Plan de stabilisation* (annexe à la deuxième partie), « ce membre du Conseil sera tenu au courant, par les soins de la Direction de la Banque, de toutes les opérations de celle-ci et de sa situation, sur lesquelles il lui sera fourni tous les détails qu'il jugera nécessaires ». Il « prêterait aide et conseil à la Banque pour ce

(1) René Plevén, *La stabilisation de la monnaie polonaise*, *Revue d'économie politique*, 1928, p. 77.

(2) *Ibid.*

qui est des devoirs qui lui incombent en vertu du présent plan » et « aura le droit de constituer un comité consultatif d'experts financiers qui siégera de temps à autre sur son initiative et sous sa présidence ». Afin de permettre à l'opinion publique internationale de suivre le progrès de l'application du programme de stabilisation, le conseiller étranger rédigeait un rapport trimestriel sur la situation. Ce rapport était adressé à la Banque de Pologne et aussitôt publié par elle. D'autre part, sans entrer dans le détail des attributions que le Gouvernement polonais, tout en conservant son indépendance, a pu déléguer à la Banque de Pologne, disons seulement qu'à celle-ci ont été conférés tous les pouvoirs nécessaires à un organisme sur lequel repose la responsabilité de l'exécution du programme de stabilisation. C'est ainsi que l'accord de la Banque de Pologne était exigé pour toutes les décisions prévues par le plan de stabilisation, ainsi que pour l'utilisation des fonds détenus par le Trésor dont toutes les disponibilités devaient être déposées à l'Institut d'émission.

Faisons remarquer maintenant que c'est surtout sur l'inspiration de la Banque de Réserve Fédérale de New-York qu'à l'ancien principe du contrôle, comportant un commissaire mandaté par un organe international et représentant cet organe, fut substituée la formule nouvelle qui faisait charger la Banque d'émission de l'exécution du programme de stabilisation en accord avec un administrateur étranger. C'est pour la première fois dans cette circonstance que la Banque de Réserve Fédérale, aidée d'ailleurs dans ses efforts par la Banque de France, a pris l'initiative d'organiser la coopération des banques centrales au profit de la Banque de Pologne. Alors que jusqu'en 1927 toutes les opérations de reconstruction moné-

taire européennes avaient été réalisées sous les auspices du marché de Londres et de la Banque d'Angleterre, des raisons psychologiques et des circonstances de fait ont amené le marché de New-York et la Banque de Réserve Fédérale à jouer un rôle de premier plan dans l'œuvre de stabilisation de la monnaie polonaise, ce qui marquait, écrivait-on, le commencement d'une période nouvelle dans laquelle l'action pour le rétablissement économique de l'Europe cesserait d'être le monopole d'une seule institution. « Evolution utile qui évitera le risque, disait M. Pleven, de voir s'établir, fut-ce inconsciemment, une sorte d'impérialisme financier, qui aurait pu, dans certaines circonstances, avoir le droit de considérer comme de l'ingratitude toute résistance à ses conseils » (1).

La formule suggérée par la Banque de Réserve Fédérale de New-York, et notablement différente de celles qui avaient jusqu'alors été expérimentées en Europe, a permis la réalisation de la liaison nécessaire entre le pays et les milieux financiers internationaux ; et la Pologne put émettre cette fois-ci avec succès son emprunt extérieur de 72 millions de dollars, dont une somme de 15 millions de dollars environ était destinée à hâter le développement économique du pays. L'emprunt a été émis le 18 octobre 1927 simultanément aux Etats-Unis et en Europe, dans les proportions suivantes :

Etats-Unis	47 millions de dollars.	
Angleterre.	10	»
Suisse.	6	»
Hollande	4	»

(1) René Pleven, *op. cit.*, p. 81.

Suède.	2 millions de dollars.
France	2 »
Pologne.	1 »

A New-York comme à Londres l'émission a été close aussitôt après l'ouverture. Le taux nominal d'intérêt a été fixé à 7 % et le prix d'émission à 92. Le remboursement devait s'en faire en vingt années au plus, au cours de 103. L'amortissement, comme le paiement des intérêts, était garanti par le produit des droits de douane.

Enfin, à la même date, une convention a été passée entre la Banque de Pologne et un groupe de banques centrales étrangères, ayant à sa tête la Banque de Réserve Fédérale de New-York et composé de la Banque de France, de la Banque d'Angleterre, de la Reichsbank, de la Banque d'Italie, de la Banque Nationale de Belgique, de la Banque du Danemark, de la Banque Nationale Suisse, de la Banque de Suède, de la Banque Nationale de Hongrie, de la Banque Nationale d'Autriche, de la Banque de Finlande, de la Banque Nationale de Tchécoslovaquie, ainsi que de la Banque Néerlandaise, cette dernière jouant le rôle d'agent des autres banques.

En vertu de cette convention, un crédit de 20 millions de dollars a été ouvert à la Banque de Pologne pour le délai d'un an (1) et en vue de lui faciliter le maintien de la stabilité du change, dans la période suivant immédiatement la stabilisation du zloty. Chacune des banques participantes avait précisé le montant de sa part dans ce crédit dont la Banque de Pologne pouvait user sous forme d'es-compte commercial ou bien d'avances sur nantissement

(1) Par l'accord supplémentaire du 13 octobre 1928, ce crédit a été prolongé jusqu'au 13 octobre 1929.

d'effets de commerce. Dans les deux cas le crédit devait être accordé pour une période de 30 jours au moins. La Banque de Pologne pouvait à tout moment liquider ses engagements provenant de l'utilisation du crédit, c'est-à-dire racheter les effets ou rembourser les avances. Elle pouvait procéder ensuite à une autre utilisation de ce crédit à condition que l'endettement ne dépasse jamais la somme de 20 millions de dollars, d'où le nom de *revolving* crédit.

Toutes les fois qu'un crédit serait ouvert à la Banque de Pologne ou qu'un remboursement serait effectué par la même Banque, en exécution de l'accord conclu, les sommes correspondant à ces opérations devaient être partagées entre toutes les banques intéressées dans ce crédit, proportionnellement à la part de chacune d'elles. Par contre, les effets de commerce servant de gage aux opérations d'avances sur nantissement seraient déposés par la Banque de Pologne à la Banque Néerlandaise pour le compte solidaire de toutes les banques participantes. De même, dans le cas où le crédit serait utilisé sous forme d'escompte commercial, les effets escomptés par chacune des banques seraient assignés à cette même banque.

Il était prévu que les effets présentés à l'escompte ou déposés en gage à la Banque Néerlandaise, pouvaient être tirées sur la Pologne ou sur l'étranger (dans ce dernier cas uniquement en monnaie stabilisée); en outre, ils devaient avoir une valeur fournie en marchandises et porter les signatures de trois personnes ou maisons sûres, y compris l'endos de la Banque de Pologne. Au lieu d'endosser les effets en question, la Banque de Pologne pouvait fournir une garantie générale.

Les effets servant de gage aux avances devaient être au

moins à 21 jours et au plus à 30 jours ; par contre, les effets présentés à l'escompte devaient être au moins à 30 jours et au plus à 90 jours.

Le taux d'intérêt du crédit était fixé à 6 % par an ; cependant, la Banque de Pologne s'était engagée à verser un intérêt supérieur égal au taux officiel des banques participantes, lorsque le taux d'escompte de ces banques dépasserait 6 %. De plus, la Banque de Pologne devait verser une commission peu importante au moment de l'ouverture du crédit et couvrir diverses dépenses se rapportant à ce genre d'opérations.

Etant donné que la situation de la Banque de Pologne a évolué au cours de cette période d'une manière satisfaisante, il n'a pas été fait usage du crédit en question.

II. — *En Roumanie.*

La solution inspirée par la Banque de Réserve Fédérale, la Banque de France et la Banque de Pologne était appelée à servir de précédent. En effet, après le succès de la stabilisation monétaire en Pologne, l'idée se présenta naturellement de réaliser une opération semblable à l'avantage de la Roumanie. Le Gouvernement roumain avait déjà de lui-même réalisé, en grande partie, les préliminaires de la réforme monétaire, mais il ne voulait pas tolérer de contrôle financier étranger. Comme le succès de la stabilisation polonaise fut la meilleure preuve de l'efficacité d'une coopération entre les banques d'émission dans ce domaine, la Roumanie se montra par la suite disposée à négocier sur ce terrain. Ainsi, sur l'initiative de la Banque de France, son plan de stabilisation monétaire fut établi d'un commun accord avec les banques d'émission étran-

gères, s'inspirant directement du plan de stabilisation monétaire en Pologne. De même qu'un administrateur de nationalité américaine était nommé auprès de la Banque de Pologne, de même un expert français avait promis pour trois ans son concours à la Banque Nationale de Roumanie. Les conditions de ce concours furent analogues à celles qui avaient été prévues pour le cas de la Banque de Pologne.

Grâce à ce programme de nature contractuelle, la Roumanie, après avoir fixé légalement, le 5 février 1929, la valeur or du leu, approximativement stabilisé depuis deux ans, a pu conclure un emprunt extérieur de 101 millions de dollars nécessaire non seulement pour fournir à la Banque la réserve de devises et réduire en même temps la dette de l'Etat vis-à-vis de la Banque, mais aussi pour permettre l'exécution des travaux favorables à l'essor des exportations. Il a été émis avec un plein succès le 14 février 1929, sous forme d'obligations de 7 % amortissables en trente ans, libellées, soit en dollars, soit en francs français, soit en livres sterling, selon les places. La souscription a été répartie de la manière suivante :

	En millions de dollars
France.	22
Etats-Unis	12
Grande-Bretagne	10
Italie	8
Allemagne	5
Suisse	4
Belgique	3
Pays-Bas.	3
Roumanie	2

Autriche	1
Tchécoslovaquie.	1
Svenska Taudstiks Aktiebolaget	30
	101

L'émission s'est faite au taux nominal de 7 % et au cours de 88 ; le service de l'emprunt étant garanti par le revenu de monopoles d'Etat.

Enfin, l'accomplissement du programme de stabilisation et surtout le maintien du cours du leu au taux fixé étaient garantis par la signature apposée par la Banque Nationale au bas d'une Convention de crédit, conclue avec la Reichsbank, la Banque Nationale d'Autriche, la Banque Nationale de Belgique, la Banque de Réserve Fédérale de New-York, la Banque de Finlande, la Banque de France, la Banque d'Angleterre, la Banque Nationale de Hongrie, la Banque d'Italie, la Banque Néerlandaise, la Banque de Pologne, la Banque Nationale Suisse, la Banque Nationale de Tchécoslovaquie et la Banque de Suède.

Les banques d'émission étrangères s'engageaient à soutenir effectivement le leu au cours fixé par la loi monétaire nouvelle, en accordant à cet effet à la Banque Nationale de Roumanie une faculté de crédit équivalant à 25 millions de dollars. Ce crédit devait être fourni par les banques participantes soit sous forme d'avances garanties par des effets, soit sous forme d'escompte d'effets (1). Consenti pour une

(1) L'article premier de la loi du 28 juillet 1928, préparatoire à la stabilisation monétaire, autorisait exprès la Banque Nationale « à conclure avec les divers instituts d'émission des conventions ayant pour objet l'ouverture et le fonctionnement d'un crédit de stabilisation monétaire soit sous forme d'avances, soit sous forme d'escompte ; elle est également autorisée à garantir la bonne fin de ces opérations. »

durée d'un an à dater du 7 février 1929, il a été renouvelé à son échéance pour un autre terme d'un an et n'a jamais été utilisé.

Les conditions dans lesquelles le crédit devait fonctionner n'ont pas été publiées, mais il est à supposer qu'elles étaient analogues à celles qui avaient été prévues pour l'ouverture de crédit dont s'était assurée la Banque de Pologne.



S'inspirant du principe que « l'intérêt primordial de tous les pays est la stabilité monétaire chez eux et chez les autres » (1), la collaboration des banques d'émission sous la forme qu'elle prit dans la préparation de la stabilisation monétaire en Pologne et en Roumanie, ainsi que sous la forme d'ouverture de crédit en général, contribua considérablement à la restauration de la stabilité monétaire en Europe. Sous la première forme, elle permit l'assouplissement des méthodes jusqu'alors pratiquées, assouplissement qui était nécessaire afin d'éviter que certains Etats, pour satisfaire à l'opinion publique, ne retardassent *sine die* l'assainissement de leurs finances. Sous la seconde forme, elle présenta une garantie solide pour la stabilité du change des pays qui y eurent recours. « Si ces pays avaient dû compter uniquement sur des crédits conclus avec des banques privées, leur entreprise eût été dépourvue de la garantie résultant de l'appui fourni par des banques d'émission, qui jouissent naturellement d'un prestige financier d'une nature assez différente de celui qui s'attache aux organisations bancaires privées » (2).

(1) Raffalovich, *op. cit.*, p. 106.

(2) Burgess, *op. cit.*, p. 290.

Si nous n'avons pas reproduit tous les accords qui ont été conclus à cet effet, on peut cependant dire que la nature de ces accords est toujours la même. Ils aboutissent tous à soutenir la réforme monétaire dont les débuts pouvaient « se trouver exposés à des risques spéciaux de dépréciation de la monnaie nationale, soit faute d'adaptation des organes commerciaux, au jeu de l'étalon-or, soit par suite des mouvements spéculatifs » (1). En conséquence, il était prudent de la part des autorités financières d'avoir eu soin d'assurer à la Banque d'émission, en sus du produit de l'emprunt international, une réserve supplémentaire de change et moins onéreuse, car les crédits ne portaient d'intérêt qu'en cas de leur utilisation effective, et de ce fait ils étaient préférables à la conclusion d'un emprunt proprement dit. D'autre part, à un autre point de vue, ils ne représentaient pas les mêmes inconvénients que les emprunts effectifs. D'abord, on sait que ceux-ci au-delà de certaines limites risquent de provoquer des troubles sur le marché du change, soit dans un sens, au moment où leur produit entre dans le pays, soit dans l'autre sens lorsqu'auront lieu les paiements d'intérêts et les remboursements. En outre, ils tendent, par la brusque augmentation du volume des disponibilités, à produire un effet d'inflation que pourra suivre plus tard une réaction non moins préjudiciable.

Si la couverture de la circulation se trouvait atteinte à la suite des variations exceptionnelles de la balance des paiements, la réserve supplémentaire de change, procurée par des ouvertures de crédit, pouvait permettre aux banques d'émission assistées de maintenir au pair

(1) Eug. Boislandry Dubern, *La stabilisation de la monnaie polonaise*, *Revue économique internationale*, janvier 1928, vol. I, p. 177.

le cours du change de leurs monnaies. Il ne s'agit pas, bien entendu, des cas où les couvertures seraient épuisées, mettant ainsi la Banque d'émission dans une position critique. Mais par des tirages effectués sur les ouvertures de crédit, la banque menacée pouvait éviter un abaissement trop brusque de ses réserves au-dessous du chiffre de couverture jugé nécessaire pour le moment et, par suite, s'assurer une période de transition qui lui donnât le temps de procéder à la réduction graduelle de sa circulation en ramenant ainsi son pourcentage de couverture à un niveau satisfaisant.

En outre, il importe de souligner que l'ouverture de crédit n'avait pas seulement cette portée matérielle; elle possédait aussi et surtout une grande valeur morale. Le fait même qu'elle était consentie par des consortiums de grandes banques d'émission, sous la direction de l'une d'elles, pouvait encourager les capitalistes et les banquiers étrangers à offrir le concours de leurs capitaux avant que les ouvertures de crédits ne se soient produites. Cette hypothèse se trouve d'ailleurs confirmée par les faits, car les banques d'émission assistées n'eurent jamais à se servir de ces ouvertures de crédit et furent en état de satisfaire à toutes les demandes de change. Cependant, avant de terminer cette section, il faut observer que si le crédit extérieur était utile par son effet psychologique et pour faire franchir, en cas de besoin, à l'économie nationale une phase difficile, il ne saurait servir à fournir la base définitive d'une restauration monétaire. C'est à chaque pays en proie aux désordres monétaires qu'incombe, dans une large mesure, le devoir d'appliquer le remède fourni par ses propres efforts. L'équilibre budgétaire, ainsi qu'un solide programme bancaire accompagné

d'autres mesures dont nous avons parlé dans la section précédente et susceptibles de réaliser et de maintenir la stabilité du change, sont des conditions que doit remplir tout gouvernement soucieux du prestige de son pays. L'ouverture de crédit, dont nous nous sommes spécialement occupé dans cette section, ne peut être considérée que comme « surcroît de sécurité ». L'exemple de la Pologne, de la Belgique surtout, montre qu'il serait dangereux de négliger cette précaution, encore qu'il faille tendre par tous les moyens à n'y recourir que le moins possible.

CHAPITRE III

LA RÉPARTITION « DIRIGÉE » DE L'OR DANS LE MONDE APRÈS LA STABILISATION DES CHANGES EUROPÉENS

Le rétablissement de l'étalon-or en Grande-Bretagne, en 1925, fut un acte d'une portée considérable. Bien qu'il ne faille pas sous-estimer l'importance de la stabilisation de la monnaie allemande, on peut dire que le retour à l'étalon-or en Grande-Bretagne constitua le premier pas vers la voie de la restauration générale de la stabilité monétaire dans le monde. En effet, la Hollande, l'Australie, la Nouvelle-Zélande et les Indes Néerlandaises levèrent simultanément l'interdiction d'exporter l'or. L'Afrique du Sud et un certain nombre d'autres pays firent savoir qu'ils allaient prendre des mesures sensiblement analogues.

Mais la conséquence la plus importante de la stabilisation de la livre sterling, a été le ralentissement de l'afflux du métal jaune aux Etats-Unis. En 1925, les mouvements d'or concernant ce pays ont laissé un excédent d'exportation, et l'année 1926 enregistra un gain qui, par rapport aux années antérieures, n'a pas été très important. Enfin, à partir de la seconde moitié de l'année 1927 et jusqu'au milieu de 1928, les Etats-Unis ont exporté des quantités d'or considérables.

Ces sorties d'or des Etats-Unis et les nouvelles quan-

tités qui sont venues s'ajouter aux stocks mondiaux, ont permis d'une façon générale de réaliser un meilleur équilibre de l'or dans le monde et à l'Europe de reconstituer approximativement son stock d'or d'avant-guerre. Toutefois, « ce ne furent pas le plus souvent des réactions spontanées, des forces naturelles qui ont déterminé un certain retour de l'or en Europe. C'est la politique des Banques d'émission européennes, c'est la politique d'accroissement de leur encaisse-or délibérément poursuivie par elles, qui a amené quelque modification dans la distribution mondiale de l'or. C'est une intervention directe sur le marché de l'or. Dessein arrêté et non pas automatisme mécanique » (1).

En d'autres termes, il ne faut pas attribuer la réalisation d'un meilleur équilibre de l'or dans le monde après 1925 au mécanisme automatique prévu par la doctrine classique et consistant dans le jeu des prix et les échanges internationaux de marchandises, mais le plus souvent aux interventions directes sur le marché de l'or. Cette politique de l'or « dirigé » a été pratiquée surtout par les Banques centrales européennes. Lorsque l'établissement ou le rétablissement de l'étalon-or a pu être envisagé, elles ont procédé à des acquisitions directes d'or dans le désir de reconstituer le stock métallique que leur pays possédait avant la guerre et par là de renforcer la couverture de leur émission fiduciaire. La Reichsbank est ainsi intervenue directement sur le marché de l'or en convertissant en or une partie des devises provenant de l'emprunt Dawes conclu, comme nous l'avons dit, en 1924, et dont l'objet principal a été de fournir une réserve

(1) Aftalion, *L'or et sa distribution mondiale*, p. 74 et 75.

d'or pour la Reichsbank réorganisée. Les sorties d'or des Etats-Unis, relevées en 1925, représentent pour une bonne part le produit de l'emprunt Dawes. Des acquisitions d'or par la Reichsbank ont été faites également en 1926. Les autres banques d'émission européennes ont adopté par la suite la tactique de la Reichsbank en procédant, elles aussi, à des acquisitions directes d'or pour des buts monétaires et parfois sans attendre que le Gold-Point fût complètement atteint (1).

En outre, les grandes banques centrales ont essayé, par voie de coopération, d'accélérer cette évolution en vue d'agir d'une façon plus directe sur les mouvements métalliques, dans le sens d'une meilleure répartition de l'or dans le monde. Le taux d'escompte a été le principal moyen par lequel elles se sont efforcé d'obtenir ces résultats.

Dans les pages qui suivront nous procéderons à l'étude de l'abaissement du taux de l'escompte opéré dans ce but, en 1927, par les Banques de Réserve Fédérale des Etats-Unis. Nous examinerons les répercussions immédiates de cette mesure sur les mouvements internationaux de l'or. Pour être complet, l'examen portera ensuite sur le changement qui s'est produit en 1928 dans la politique d'escompte de la Banque de Réserve. Nous aborderons également les conséquences de ce changement sur la politique d'escompte des banques d'émission européennes et sur leurs réserves d'or. A cette occasion on

(1) Les devises ainsi converties en or par les Banques d'émission provenaient soit des capitaux enfuis auparavant à l'étranger (notamment en Amérique) et rapatriés après la stabilisation monétaire, soit des importations de capitaux, des placements étrangers, soit enfin des emprunts de stabilisation monétaire que leurs pays respectifs avaient contractés à l'étranger (V. le chapitre précédent).

constatera le commencement d'un nouveau déséquilibre de l'or dans le monde. En nous bornant à l'étude des faits, nous arriverons ainsi à la débâcle boursière qui s'est produite en octobre 1929 aux Etats-Unis. Nous aurons d'ailleurs l'occasion à plusieurs reprises, dans la seconde partie de notre thèse, de parler de cette débâcle en connexion avec des événements qui l'ont précédée.

Toutefois, avant d'aborder l'étude de la politique d'escompte des Banques de Réserve Fédérale et de ses répercussions sur le marché monétaire européen, il nous paraît intéressant de porter notre attention d'abord sur des achats d'or faits par la Banque de France à la Banque d'Angleterre. Cette investigation nous permettra de voir si une politique concertée de la part des Banques centrales, en vue de commander aux mouvements de l'or pendant cette période, était exercée en dehors de la politique du taux de l'escompte. Ceci est d'autant plus nécessaire qu'au cours de la seconde partie de cet ouvrage, nous ne manquerons pas d'en étudier les conséquences lointaines sur la crise économique mondiale de 1929 et que, d'autre part, nous laisserons entrevoir que l'abaissement du taux lui-même par les Banques Fédérales de Réserve américaines n'a pas été sans une certaine relation avec la politique d'achats de l'or pratiqués par la Banque de France sur le marché de Londres.

En conséquence, ce chapitre comportera deux sections : dans la première nous étudierons la pré-stabilisation du franc français ; dans la seconde, la politique de l'escompte des Banques de Réserve Fédérale des Etats-Unis durant la période 1927-1929.

SECTION PREMIÈRE

La stabilisation de fait du franc français

Le mécanisme de la stabilisation du franc français a été étudié et expliqué si souvent au cours des dernières années qu'il est inutile d'en reprendre ici l'étude approfondie. D'ailleurs, cette étude excéderait le plan que nous nous sommes tracé. Notons seulement que jusqu'en 1926 le change français a subi des fluctuations absolument désordonnées. En 1926, la stabilisation du franc est devenue possible grâce à l'équilibre définitif du budget réalisé par le vote de 6 milliards de ressources nouvelles, grâce aussi à la loi du 7 août 1926. Cette loi, s'inspirant directement du *Rapport des experts*, autorisait la Banque de France à acheter des pièces d'or et d'argent au cours du métal, des devises étrangères au cours du jour et cela en quantité illimitée. Au début, la Banque s'est bornée à des achats intérieurs d'or d'après les cours qui correspondaient au cours du change. Elle acheta aussi des pièces d'argent qu'elle revendit au cours de l'or sur les marchés étrangers, mais elle arrêta bientôt cette opération pour éviter l'effondrement des cours. Ce n'est qu'à partir du 25 décembre 1926, quand fut décidée la stabilisation de fait du franc, que la Banque de France se mit à acheter des devises étrangères à des prix fixes. Au cours de 120 francs la livre, elle prit en main le marché des changes. A la suite d'une vague de confiance à l'égard du franc, il se produisit un large afflux de devises ; mais, comme une hausse plus prononcée du franc menaçait de détruire l'équilibre des prix et de jeter le désarroi dans les affaires, la Banque de France, d'entente avec le Gouvernement, non seulement ne poussa pas plus loin la revalorisation

du franc, mais, au contraire, releva graduellement le cours originaire d'achat jusqu'à 124 fr. 02 la livre. Elle se déclara prête à acheter à ce cours les offres de change étrangères en délivrant des francs en échange. Le prix de vente fut fixé plus tard à 124 fr. 10. C'est à ces deux limites que la Banque s'est définitivement arrêtée.

« Les devises absorbées par la France provenaient essentiellement de deux grandes sources : rapatriement de fonds de trésorerie laissés précédemment par des Français à l'étranger ; achats spéculatifs par l'étranger de valeurs soit françaises, soit étrangères, cotées à Paris pendant la période de hausse du franc, puis, après la stabilisation, de valeurs françaises acquises dans l'espoir d'une hausse soit du franc, soit des titres en cas de stabilisation définitive » (1). Alimenté par ces deux sources, le portefeuille de devises de la Banque de France allait ainsi s'accroissant, car, en fait, pendant cette période, la Banque ne faisait qu'acheter des devises étrangères et elle se trouva bientôt en possession de fonds considérables à Londres, à New-York et probablement dans d'autres pays à étalon-or. De décembre 1926 à octobre 1927, elle acheta des devises pour 20 milliards de francs.

En contre-partie des achats de devises, la Banque émettait des billets ou inscrivait le montant des devises achetées au compte courant de ceux qui lui apportaient ces devises. Comme la Banque de France, à son tour, plaçait ces devises sur les marchés étrangers sous forme de prêts à court terme, ces placements permettaient à des étrangers de rentrer en possession des capitaux qu'ils

(1) Rist, *La loi du 7 août 1926 et son rôle dans l'assainissement financier de la France*, *Revue d'économie politique*, 1928, p. 17.

avaient déjà cédés à la Banque et qu'ils pouvaient lui présenter à nouveau. La Banque de France les plaçant à son tour à l'extérieur, les mêmes opérations pouvaient ainsi, avec les mêmes capitaux, se renouveler indéfiniment, déterminant une inflation intérieure en raison des francs donnés par la Banque en échange des devises, et une inflation extérieure en raison des placements de devises que cette même Banque faisait à l'étranger. Bref, on assistait en France à une émission de billets sans réduction correspondante des signes monétaires sur les places étrangères.

Pour empêcher cette double inflation et désireuse de reconstituer le stock d'or possédé par la France avant la guerre, la Banque de France voulut substituer aux importations spontanées d'or, qui, en l'absence de stabilisation légale du franc, ne pouvaient se faire, des importations voulues. A cet effet, elle décida d'échanger sur le marché de Londres une partie de ses devises contre de l'or. Les 19 et 21 mai 1927, la Banque de France acheta ainsi 3 millions de livres sterling d'or à la Banque d'Angleterre. « La répercussion sur le marché de ces retraits de métal a été violente ; en deux semaines les bons du Trésor et les acceptations à trois mois passèrent de 35/8 à 45/16 p. 100 » (1). La presse financière anglaise, faisant connaître ces difficultés, n'a pas manqué de critiquer vivement l'action de l'Institut d'émission français en l'accusant de l'influence qu'il exerçait de cette façon sur le marché anglais des capitaux, bien que la Banque de France eût également procédé à des achats d'or aux Etats-Unis et

(1) Henry Pouyanne, *La vie financière en Angleterre*, *Revue d'économie politique*, 1928, p. 122.

cela dans une proportion beaucoup plus importante qu'en Grande-Bretagne (1). « Toutefois, c'est à partir de ce moment qu'ont eu lieu de fréquents échanges de vue entre les dirigeants des deux Banques d'émission » (2). En effet, les entretiens portant sur la situation créée par ces achats d'or eurent lieu entre les représentants de la Banque de France et de la Banque d'Angleterre et, à la suite de ces entretiens, un arrangement intervint entre les deux instituts d'émission. A en juger par les journaux (3), il y fut convenu que la Banque de France, tout en ne pouvant interrompre ses opérations d'achat de l'or, pourrait néanmoins réduire et échelonner celles qui lui restaient encore à effectuer à Londres. Elle agirait après accord avec la Banque d'Angleterre et avec un préavis qui permettrait à la Banque et à ses clients d'être prévenus et d'organiser en conséquence leurs opérations.

Selon les paroles prononcées à la Chambre des communes par le chancelier de l'Echiquier (4), la Banque de France aurait cessé par la suite ses achats d'or sur le marché de Londres.

SECTION II

La politique d'escompte des Banques de Réserve Fédérale durant la période 1927-1929

§ 1. — *L'abaissement du taux de l'escompte en août 1927.*

La stabilisation monétaire réalisée de fait ou consacrée légalement dans la plupart des pays européens, n'a pas

(1) *Le Temps économique et financier* (Notes et informations), 30 mai 1927.

(2) Henry Pouyanne, *op. cit.*, p. 122.

(3) *Le Temps*, 5 juin 1927.

(4) *Idem*, 29 juin 1927.

fait disparaître le problème de l'or dont l'origine résidait, comme nous l'avons vu, dans les bouleversements économiques causés par la Grande Guerre. Ces bouleversements ont entraîné le déficit dans la balance des comptes de la plupart des Etats européens, ayant pour conséquence une diminution progressive de leurs réserves d'or. En revanche, la balance des comptes des Etats-Unis faisait apparaître des excédents considérables qui se sont traduits par l'afflux dans ce pays d'énormes quantités de métal jaune. Dans le chapitre premier nous avons insisté particulièrement sur ces faits. Nous avons vu, à cette occasion, que le *Federal Reserve Board*, instruit par l'expérience de 1920, a suivi une politique consistant à laisser immobilisée une partie importante du stock d'or américain. En 1925, par contraste avec les années antérieures, les exportations d'or des Etats-Unis ont dépassé les importations : on a exporté de l'or pour 262 millions de dollars, alors que les importations de ce métal n'étaient que de 128 millions, ce qui laissait un excédent d'exportation de 134 millions de dollars. L'année suivante les entrées d'or reprirent et le stock d'or s'accrut d'environ 100 millions de dollars. Un nouveau gain de 100 millions fut réalisé dans la première partie de l'année 1927. Le stock d'or monétaire des Etats-Unis atteignit son maximum en avril 1927 : il s'éleva à 4 milliards 610 millions de dollars.

Alors que l'Amérique regorgeait de métal jaune, l'Angleterre ne possédait pas un stock d'or suffisant pour permettre à la France de convertir ses livres sterling en or sans diminuer exagérément la base de la monnaie fiduciaire et du système du crédit en Grande-Bretagne. Encore faut-il ajouter qu'en 1928 la Banque d'Angleterre devait convertir en billets ordinaires les 300 millions de £ *cur-*

rency notes émises pendant la guerre. Des achats de métal jaune en très grosse quantité par la Banque de France, pouvaient rendre moins aisée cette réforme monétaire qui devait porter l'émission totale des banknotes à 409 millions de livres sterling. D'autre part, la balance économique de l'Angleterre n'était pas assez favorable pour rendre possible l'échange direct des livres en question contre des dollars. Bien au contraire, le cours du change sur New-York, à Londres, pendant le mois de juillet 1927, mettait le marché de Londres sous la menace de perdre de l'or. Il s'agissait maintenant d'établir l'équilibre, en d'autres termes, de trouver le moyen permettant à la Banque de France d'acquérir directement ou indirectement, au moyen de ses livres sterling, une partie du surplus d'or que détenait le Federal Reserve Board, et de substituer ainsi les Etats-Unis à la France comme créancier du marché britannique. De cette substitution, qui était de nature à mettre la devise anglaise à l'abri de secousses éventuelles que personne ne souhaitait ni ne pouvait raisonnablement désirer, nulle gêne n'était à redouter pour les Etats-Unis, vu l'importance de leurs réserves métalliques.

A la faveur de ce qui précède, on voit maintenant le problème tel qu'il se posait relativement aux rapports financiers de la France, de l'Angleterre et des Etats-Unis.

Quant aux autres pays européens, ils ont dû, eux aussi, « diriger » leurs monnaies et « régler le crédit sur une base métallique le plus souvent insuffisante » (1). Nous

(1) Frédéric Jenny, *Le problème de l'or*, *Le Temps économique et financier*, 11 juin 1927.

avons dit, en effet, dans la première section du deuxième chapitre, que la majorité des nations européennes qui tendaient à stabiliser en fait leurs monnaies respectives, ont appuyé leur circulation fiduciaire et les crédits intérieurs sur une base constituée en grande partie non par de l'or, mais par des devises. Lorsqu'on se proposait de procéder à la stabilisation légale, les lois sur les Banques d'émission stipulaient, dans la majorité des cas, que la couverture minimum devait consister pour une partie en or, et pour le reste en devises (1). Pour observer cette proportion, les banques d'émission respectives se trouvaient naturellement dans la nécessité de convertir en or une partie de leurs devises. Par ailleurs, les achats de métal jaune effectués par la Banque de France sur le marché de Londres ont brusquement fait apparaître quelques-uns des inconvénients que comportait le système de devises. Et l'on aperçoit à présent la nécessité qu'il y avait de ce côté aussi de faciliter à ces pays des acquisitions de métal jaune.

Le problème de l'or, se posant de la façon qu'on vient d'exposer, était essentiellement un problème de répartition auquel les Banques de Réserve Fédérale ont cherché constamment à trouver une solution. Par leur politique inaugurée en 1922, elles ont tendu indirectement à assurer une meilleure répartition de l'or entre l'Europe et l'Amérique. Elles n'avaient pas d'autre but en ouvrant des crédits aux Banques d'émission européennes et en encourageant l'émission d'emprunts étrangers sur le marché

(1) Nous y reviendrons encore dans le troisième chapitre de la seconde partie, lorsque nous aurons à établir le bilan de cette politique par rapport à la baisse des prix qui a suivi le krach boursier d'octobre 1929.

de New-York. Elles avaient agi également en vue d'arrêter un mouvement d'or de Londres à New-York dans la première partie de l'année 1927. Cette intervention se produisit lorsque la Banque de France, à la suite de l'accumulation considérable des devises, se trouva, en effet, au mois d'avril 1927, dans la possibilité de rembourser à la Banque d'Angleterre, avant l'échéance, une somme s'élevant environ à 160 millions de dollars, reliquat d'un emprunt contracté pendant la guerre par le Gouvernement français auprès du Gouvernement anglais et garanti, en vertu d'un avenant à l'accord de Calais du 25 avril 1916, par un dépôt d'environ 90 millions de dollars d'or. Par le remboursement du reliquat de l'emprunt, cet or se trouva libéré et la Banque de France commença à le transférer de Londres à New-York par des lots de 10 millions de dollars. « Lorsque 30 millions de dollars furent expédiés, les autorités fédérales arrêterent le mouvement en achetant le solde de 60 millions de dollars pour empêcher son importation à New-York ; par la suite on disposa de ce solde à Londres » (1). En achetant cet or les Banques de Réserve Fédérale payèrent la Banque de France par des crédits sur leurs livres (2).

Après que la Banque de France, à la suite des incidents soulevés à propos de ses achats de métal jaune sur le marché de Londres, eut relâché sa pression sur l'or et le sterling en vertu de l'arrangement intervenu entre les deux instituts d'émission, que nous avons déjà eu l'occasion de citer, les autorités monétaires ne cessèrent pas pour autant de s'occuper du problème de l'or. En effet,

(1) George E. Roberts, *op. cit.*, p. 51.

(2) Cité par Ansiaux, *op. cit.*, p. 1268.

à la fin de juin 1927, eut lieu la réunion, en Amérique, d'une conférence des représentants de la Banque de Réserve Fédérale de New-York, de la Banque d'Angleterre, de la Banque de France et de la Reichsbank, qui s'occupa principalement de ce problème. Les milieux officiels ont gardé leur discrétion coutumière sur ces entretiens et, cependant, il est certain aujourd'hui que c'est à la suite des conversations qui se sont déroulées à cette occasion que le *Federal Reserve Board* des Etats-Unis décida, dans les premiers jours du mois d'août 1927, l'abaissement du taux officiel de réescompte aux Etats-Unis de 4 à 3 ½ p. 100 (1). En plus du désir qui les animait de s'opposer à la baisse des prix à l'intérieur, les banques fédérales de réserve américaines visaient, par la réduction du taux de réescompte, à faciliter le rétablissement de la situation monétaire dans divers pays étrangers et notamment en Grande-Bretagne (2). Bien que la décision du *Federal Reserve Board* ait rencontré une certaine résistance auprès de la Banque de Chicago, la mesure fut générale et ses effets ne tardèrent pas à se faire sentir. En ce qui concerne d'abord la Grande-Bretagne, son change n'a pas manifesté en automne sa faiblesse habituelle. Dans les derniers mois de l'année 1927, la livre a dépassé même sensiblement sa parité avec le dollar et les Etats-Unis ont dû exporter de l'or à destination de Londres. « Pour la première fois depuis plusieurs années, disait M. Goschen, la livre peut regarder le dollar d'égal à égal et, après un intervalle de plusieurs années

(1) Henry Pouyanne, *op. cit.*, p. 122.

(2) P. M., *La vie économique aux Etats-Unis*, *Revue d'économie politique*, 1928, p. 1515 (Voir aussi la section II, troisième chapitre de la seconde partie, consacrée à *La coopération des Banques d'émission en matière de crédit*, *infra*, p. 238 et suiv.)

également, l'Amérique a recommencé de nous envoyer de l'or » (1). Au début de l'année 1928, l'exportation des capitaux américains vers l'Angleterre s'est poursuivie, influençant favorablement le change anglais et le marché monétaire de Londres.

D'autre part, les taux très bas de l'intérêt des capitaux à court terme à New-York, pendant la fin de l'année 1927 et au début de l'année 1928, ont permis, en grande partie, aux Banques d'émission européennes et sud-américaines d'effectuer aux Etats-Unis des achats d'or dont le montant s'est élevé approximativement à 500 millions de dollars entre juillet 1927 et juin 1928. De ce montant, 250 millions de dollars ont été dirigés sur la France et plus de 94 millions sur l'Argentine et le Brésil comme produit des emprunts que ces deux pays avaient émis en 1927 sur le marché de New-York ; le reste a été acquis par d'autres pays européens. Les Banques de Réserve Fédérale, par leur politique, facilitèrent également des achats d'or sur le marché libre de l'or à Londres.

Ainsi, pendant les douze premiers mois qui ont suivi l'été de 1927, on a assisté à une amélioration notable des conditions du crédit, non seulement aux Etats-Unis sous l'influence d'une politique délibérée du *Federal Reserve System*, mais également dans d'autres pays. Les courants métalliques sont devenus plus normaux, et des quantités considérables d'or sorties des Etats-Unis ont permis, avec la production nouvelle qui est venue s'ajouter aux stocks existants, une augmentation suffisante des réserves d'or des autres pays du monde. Etant donné que l'or

(1) Cité par Louis Baudin, *L'influence américaine sur l'économie britannique d'après les banquiers anglais*, *Revue d'économie politique*, 1928, p. 239.

était surabondant aux Etats-Unis et que l'Europe en avait besoin pour refaire son stock métallique, les exportations d'or des Etats-Unis ont signifié, à n'en pas douter, un retour vers un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or et, à ce point de vue, la coopération des Banques d'émission ne pouvait présenter que des avantages.

§ 2. — *Le relèvement du taux d'escompte par les Banques de Réserve Fédérale en février 1928.*

Le taux d'escompte de la Banque de Réserve Fédérale de New-York, abaissé à 3 ½ p. 100 le 5 août 1927, est resté invariable jusqu'au mois de février 1928, date à laquelle les « Federal Reserve Banks » furent amenées « à relever leurs taux de réescompte en vue d'enrayer la spéculation croissante sur les valeurs mobilières et sur le marché immobilier » (1). A ce moment-là, malgré un ralentissement de la marche des affaires, le volume des opérations de bourse augmentait et les prix accusaient une hausse importante. La surveillance des autorités du Système de la Réserve portait, d'une part, sur la situation des affaires et, d'autre part, sur la situation du marché. Tout en ne voulant pas prendre des mesures défavorables à la marche des affaires, les autorités de la Reserve Fédérale jugèrent que le niveau de 3 ½ p. 100 du taux d'escompte était trop bas et encourageait la spéculation à l'intérieur du pays. Elles crurent nécessaire d'élever successivement le taux d'escompte de 3 ½ à 4 % au 3 février et à 4 ½ % le 18 mai 1928, voulant contraindre précisément par cette mesure les milieux boursiers et la clientèle en général de faire preuve de plus de modéra-

(1) *Le Rapport de la Délégation de l'or*, Genève, 1932, p. 16, § 37.

tion et prudence. L'élévation du taux d'escompte à 4 ½ % le 18 mai 1928 apaisa le marché des titres, mais l'apaisement ainsi obtenu ne fut pas de longue durée et la spéculation reprit avec plus de violence. Le taux d'escompte de la Federal Reserve Bank de New-York, toujours dans le but de combattre les abus dans le domaine boursier, fut élevé le 13 juillet 1928 à 5 %, pour atteindre le niveau de 6 % le 9 août 1929.

Malgré l'élévation progressive du taux de l'escompte, la spéculation boursière prit des proportions jusqu'alors inconnues. Les tentatives faites par les autorités bancaires pour empêcher une absorption excessive des crédits par le marché spéculatif, furent constamment contrebalancées par l'afflux de capitaux venant d'autres sources. Les oscillations du taux de l'argent au jour le jour ont été violentes ; 7 et 8 % étaient devenus des taux courants, et il n'était pas rare de constater des taux fort supérieurs. D'après les données fournies par la Bourse de New-York, le total des avances de toute nature faites aux « brokers » s'élevait à 3.292.860.225 dollars au 1^{er} janvier 1927, à 4.432.907.321 dollars au 1^{er} janvier 1928, à 4.837.000.000 de dollars le 1^{er} août 1928, à 6.439.000.000 de dollars le 1^{er} janvier 1929, à 7.071.000.000 de dollars le 1^{er} juillet et à 8.549.000.000 de dollars le 1^{er} octobre de la même année (1).

Les effets du « boom » de Wall Street sur la situation des principales places monétaires européennes.

« On ne saurait nier..., dit le professeur Gregory, l'effet produit par le « boom » de Wall Street sur la situation

(1) George E. Roberts, *op. cit.*, p. 51 et 53.

du marché monétaire européen. Cet effet a été d'attirer aussi bien les capitaux affectés à la spéculation que les capitaux cherchant un placement à court terme, d'exercer une pression formidable sur le change étranger et, par le fait même, d'inaugurer, dans ces conditions, un régime de hausse continue du taux d'escompte des banques centrales. Chaque banque centrale, à son tour, se protégeait ou cherchait à se protéger contre l'éventualité d'une perte d'or au profit de ses voisins, perte qu'il lui était d'ailleurs tout à fait impossible d'éviter, étant donné la situation générale » (1).

Les taux élevés aux Etats-Unis ont attiré vers ce pays, à partir de l'été 1928, la majeure partie de l'excédent de crédit bancaire disponible dans le monde, si bien que, dès le début de l'année 1929, le resserrement du crédit a commencé à se manifester dans beaucoup de pays. Il en est résulté une tendance générale au relèvement des taux d'escompte et, déjà dans les premiers mois de 1929, le mouvement de hausse a été presque universel, comme on peut le voir sur le tableau ci-après arrêté au 15 mai 1929 :

*Les taux officiels d'escompte de quelques grandes banques
d'émission.*

(La date de fixation est indiquée par les chiffres entre parenthèses.)

	Au 1 ^{er} Janvier 1928	Pendant l'année 1928	Pendant l'année 1929
France	4	3 1/2 (19/1)	3 1/2
Allemagne	7	7	6 1/2 (12/1)
Angleterre	4 1/2	4 1/2	5 1/2 (7/2)

(1) Gregory, *Les causes des mouvements d'entrée et de sortie de l'or en ce qui concerne la Grande-Bretagne, 1925-1929*. (Documents sélectionnés sur la distribution de l'or soumis à la Délégation de l'or du Comité financier, Genève, 1931, p. 27).

	Au 1 ^{er} Janvier 1928	Pendant l'année 1928	Pendant l'année 1929
Belgique	4 1/2	4 (30/6)	4
Espagne	5	5 1/2 (18/2)	5 1/2
Hollande	4 1/2	4 1/2	5 1/2 (25/3)
Italie	7	6 1/2 (5/3)	6 (7/2)
		6 (1/4)	7 (14/3)
		5 1/2 (25/6)	7
New-York	3 1/2	4 (2/2)	5
		4 1/2 (17/5)	5
		5 (13/7)	5
Pologne	8	8	9 (19/4)
Roumanie	6	6	8 (3/5)
Suisse	3 1/2	3 1/2	3 1/2
Tchécoslovaquie . . .	5	5	5

Il ne sera pas sans intérêt de retracer les principales étapes du resserrement du crédit, pendant cette période, sur chacun des principaux marchés monétaires en Europe, en commençant par l'Angleterre, car « dans cet ensemble particulièrement instable le marché de Londres avait à jouer le rôle délicat d'intermédiaire » (1). C'est aux banques anglaises, en grande partie, que devaient s'adresser d'abord les retraits américains. C'est à elles aussi que les pays du continent européen, désireux de faire fructifier leurs disponibilités sur le marché de New-York, devaient demander de leur procurer à cette fin des dollars.

I. *Le marché anglais.* — Les taux de l'argent sur le marché de New-York, constamment élevés aussi bien pour les fonds à vue (*call money*) que pour les acceptations de banque, sont devenus, dès le début de juin 1928, supérieurs à ceux de Londres, et la différence est allée en s'accroissant jusqu'à la fin de l'année. Il en est résulté sur le marché des changes d'importantes ventes de *sterling* contre dollars. Aussi la livre qui, pendant les six premiers mois de l'année 1928, avait monté par rapport au dollar,

(1) Eug. Boislandry Dubern, *Les mouvements de l'or*, *Revue économique internationale*, septembre 1929, p. 595.

de 4,87 3/4 en janvier à 4,88 7/32 en mai et juin, n'a-t-elle cessé de baisser à partir de ce dernier mois, pour arriver au plus bas niveau, c'est-à-dire à 4,85 25/32 dollars, en novembre et terminer à 4,85 1/16 dollars en décembre, ainsi qu'en témoigne le tableau suivant :

Situation du change anglais sur l'Amérique en 1928.

Dates	Change anglais sur les Etats-Unis	
	\$ à la £	
12 janvier.	4,87	3/4
16 février	4,87	3/8
15 mars.	4,87	7/8
12 avril.	4,88	5/16
17 mai	4,88	7/32
14 juin	4,88	7/32
12 juillet	4,86	11/32
16 août.	4,85	5/16
13 septembre	4,85	1/32
18 octobre	4,85	1/32
15 novembre	4,85	25/32
13 décembre.	4,85	1/16

Quant à l'encaisse métallique de la Banque d'Angleterre, elle subit, au cours de 1928, des variations d'une grande amplitude : de 151,4 millions de livres sterling au 4 janvier, elle s'éleva jusqu'à 173,9 millions de livres sterling au 12 septembre. A partir de cette date, elle a graduellement diminué pour n'être plus en fin d'année que de 153,8 millions de livres sterling. Dans les quatre derniers mois de 1928, la Banque d'Angleterre perdit ainsi la presque totalité de l'or qu'elle avait gagné pen-

dant les huit premiers mois de l'année. Les mouvements d'entrée et de sortie sur les Etats-Unis s'étant peu à peu compensés, presque tout l'or sorti de la Banque d'Angleterre a été dirigé sur l'Allemagne. L'explication s'en trouve dans le fait qu'à la suite de l'élévation des taux à New-York, les banques américaines ont annulé ou diminué leurs engagements en Allemagne qui, elle, a fait alors appel aux emprunts anglais et français, en offrant les taux assez élevés. Pendant tout l'été et l'automne 1928 ont eu lieu des ventes de sterling contre reichsmarks, qui se ralentirent toutefois quelque peu en fin d'année. Ainsi des influences analogues, émanant des Etats-Unis et d'Allemagne, se sont fait sentir sur le marché monétaire anglais en 1928. Au contraire, l'influence qui a été exercée par le marché de Paris a été toute différente. D'une part, le taux de l'escompte de la Banque de France a été abaissé, le 19 janvier 1928, à 3 ½ p. 100, et, d'autre part, l'aisance monétaire, accrue pendant le premier semestre de l'année par la création continue de francs en contre-valeur des achats de devises de la Banque, a maintenu le taux d'escompte hors banque fort au-dessous du taux d'escompte officiel. Cet état de choses a incité les capitalistes français, désireux de donner un emploi plus rémunérateur à leurs fonds, à vendre, surtout au cours du second semestre de 1928, des francs contre sterling sur une vaste échelle. « Pendant toute la seconde partie de l'année, Paris a donc été demandeur de sterling, et cela a aidé à contre-balancer l'effet déprimant pour le change anglais des ventes de sterling contre dollars ou reichsmarks » (1).

(1) H. Pouyanne, *Le marché monétaire anglais en 1928*, *Revue d'économie politique*, 1929, p. 106.

Malgré tous ces événements, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, fixé à $4 \frac{1}{2} \%$ le 21 avril 1927, fut maintenu sans changement pendant toute l'année 1928. Le taux du marché libre a évolué d'autre part depuis août jusqu'à la fin de l'année 1928 entre $4 \frac{1}{2}$ et $4 \frac{3}{8}$, c'est-à-dire aussi près que possible du taux de la Banque d'Angleterre (voir *supra*, p. 113). Mais au commencement de l'année 1929, les taux élevés d'intérêt sur le marché de New-York ne cessèrent d'exercer l'attraction sur les capitaux anglais. Par suite de la tendance défavorable du change, les sorties d'or, qui avaient marqué le dernier trimestre de l'année 1928, se sont poursuivies, et le 6 février l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre (département d'émission) n'était plus que de 149.626.000 livres. Malgré les protestations de nombreux industriels et la persistance d'un certain marasme commercial, la Banque d'Angleterre dut finalement élever, le 7 février 1929, son taux d'escompte de $4 \frac{1}{2}$ à $5 \frac{1}{2}$ p. 100. Elle a, en outre, à plusieurs reprises, réduit les ressources du marché pour y soutenir un taux correspondant au sien. Cependant le change du sterling est demeuré faible par rapport à New-York, tout en faisant souvent prime pendant la période février-avril par rapport aux devises allemande, française et italienne, ce qui a permis à l'encaisse-or de la Banque d'Angleterre de se reconstituer jusqu'à dépasser 153.300.000 livres le 10 avril 1929, pour atteindre 163.260.000 livres le 12 juin 1929. Mais en avril la Reichsbank avait relevé son taux d'escompte et le change Berlin-Londres était devenu favorable à l'Allemagne déjà vers le milieu du mois de mai. D'autre part, le cours minimum du change New-York a continué à rester pour la plupart du temps inférieur au *gold point* de sortie. En conséquence, l'An-

gleterre s'est trouvée sous la menace de retraits d'or à destination de l'Allemagne et des Etats-Unis, de sorte que des prélèvements à la Banque d'Angleterre ont été faits en juin et au début de juillet, non seulement par les Etats-Unis, mais encore par l'Allemagne où les taux d'intérêt élevés, particulièrement vers les fins de mois, attiraient des capitaux. A cette époque, les incertitudes du règlement des dettes interalliées pesaient sur le franc, et ce n'est que dans la seconde quinzaine de juillet que celui-ci a commencé à faire prime sur la livre sterling, et un courant d'or considérable s'est établi de Londres vers Paris. Comme le franc faisait également prime sur le dollar, pendant cette période, ainsi que la livre elle-même, cet état de choses a induit à croire que la France rapatriait ses capitaux antérieurement placés à New-York par l'intermédiaire du marché de Londres.

Après l'élévation du taux de la Banque de Réserve Fédérale de New-York de 5 à 6 p. 100, le 8 août 1929, la situation anglaise est devenue encore plus délicate. De nouveau la livre fléchissait par rapport au dollar et les Etats-Unis ont prélevé un million de dollars d'or à Londres, la semaine qui a suivi le changement de taux. A partir du 16 août le franc, qui avait cessé pendant la première quinzaine d'août de faire prime sur la livre, a marqué une nouvelle pointe de hausse, accompagnée d'une accentuation de la prime du mark et d'une tenue très ferme du dollar.

Ces variations du change et ces mouvements d'or ne manquèrent pas d'exercer une influence profonde sur la situation de la Banque d'Angleterre. L'encaisse or, qui atteignait encore 163.260.000 livres le 12 juin 1929, a été ramenée à 139 millions au 14 août, pour fléchir à

136.960.000 au 21 août, et s'établir au plus bas à 129.121.000 livres le 2 octobre 1929. D'ailleurs, devant la persistance des exportations d'or, la Banque d'Angleterre avait, le 26 septembre 1929, élevé son taux de 5 $\frac{1}{2}$ à 6 $\frac{1}{2}$ p. 100.

II. *Le marché allemand.* — Les Etats-Unis avaient contribué pour une part prépondérante à l'approvisionnement de l'Allemagne en capitaux, non seulement en absorbant dans de très larges proportions des actions et des obligations allemandes, mais encore en ouvrant d'énormes crédits de banque. C'est pourquoi la répercussion des mouvements financiers survenus aux Etats-Unis a été le plus sensible en Allemagne.

Ce pays a continué, en 1928, à emprunter abondamment à l'extérieur, à long et à court terme, et ces emprunts, malgré les retraits américains, ont accru temporairement l'encaisseur de la Reichsbank qui est passée de 1 milliard 864.500.000 reichsmarks, le 7 janvier 1928, à 2 milliards 643.700.000 reichsmarks, le 31 décembre de la même année, tandis que les devises possédées par cet établissement fléchissaient seulement de 285.600.000 reichsmarks à 155.300.000 reichsmarks. Le compte-rendu de la Reichsbank pour l'exercice 1928 expliquait cet accroissement de la manière suivante : « La plupart du temps, le dollar et la livre sterling ont été au-dessous du pair par rapport au reichsmark ; le cours de la livre est même tombé, à plusieurs reprises, et pendant d'assez longues périodes, au-dessous du gold point d'entrée. Cette tendance a entraîné d'assez fortes importations d'or que la Reichsbank n'a pu se dispenser d'absorber, étant donné qu'elle est obligée par la loi de convertir en reichsmarks les lingots d'or à raison de 2,784 reichsmarks pour kilogramme de fin ». Le 12 jan-

vier 1929, la Reichsbank a même abaissé son taux de l'escompte de 7 à 6 $\frac{1}{2}$ p. 100. Le mark cotait alors à New-York 23,76, le pair étant 23,82. Il avait atteint 23,80 $\frac{1}{2}$ le 4 janvier.

Cependant, les taux élevés d'intérêt sur le marché de New-York attiraient davantage vers celui-ci une grande quantité de capitaux européens en même temps qu'ils incitaient des capitalistes américains à retirer dans de plus fortes proportions leurs capitaux placés en Allemagne. Les crédits ouverts à l'Allemagne par la France et d'autres pays n'ont remplacé qu'en partie le retrait des capitaux américains. D'autre part, la balance défavorable du commerce extérieur, notamment par suite de la crise charbonnière, l'exportation de capitaux allemands pour être placés à l'étranger et surtout aux Etats-Unis, ainsi que les paiements que l'Allemagne avait à faire à l'étranger à divers titres plus ou moins connus, ne devaient tarder à modifier profondément la situation. Dès la fin de janvier, le change allemand, quoique soutenu par la Reichsbank à l'aide de ventes de devises, est tombé au-dessous du pair et sa baisse a continué par la suite. Toutes ces causes ont amené les banques allemandes à effectuer des prélèvements sur les devises possédées par la Reichsbank, ce qui allait bientôt se traduire par des sorties d'or. Le mouvement s'est accentué particulièrement en avril 1929 lorsque les banques françaises elles-mêmes ont retiré leurs ressources d'Allemagne. A ce moment beaucoup de nationaux allemands influencés, comme les étrangers, par des facteurs psychologiques, dont quelques-uns n'étaient pas sans connexion avec les délibérations du Comité des experts pour l'élaboration de ce qui devait devenir le plan Young, se sont empressés d'expédier leurs fonds à

l'étranger. Du commencement de janvier à la fin de mars 1929, le total des devises et de l'or possédés par la Reichsbank a diminué visiblement de 895.700.000 marks. Le rapport de couverture de ses engagements s'étant abaissé au voisinage du minimum légal, la Reichsbank a relevé, le 25 avril 1929, son taux d'escompte à 7 $\frac{1}{2}$ p. 100 et le taux de ses avances à 8 $\frac{1}{2}$ p. 100. Cependant, certaines causes de retraits de capitaux étrangers et d'exportation de capitaux allemands même subsistaient, et pas plus les envois d'or que le relèvement du taux de l'escompte n'ont suffi à relever immédiatement le cours du mark sur les marchés étrangers à son niveau du début de l'année. En un mot, jusqu'à ce qu'une solution au problème des réparations fût suggérée, la situation monétaire en Allemagne est restée tendue.

III. *Le marché italien.* — Comme l'Italie avait largement usé, depuis la guerre, du crédit étranger, en particulier du crédit américain, elle devait fatalement souffrir du contre-coup des retraits de crédit à court terme opérés par les capitalistes américains. Jusqu'à la seconde moitié de 1928, la « *marche des changes* » fournissait l'indice des difficultés croissantes qu'éprouvait l'Italie à réaliser l'équilibre de sa balance des paiements internationaux. Le change du dollar se maintenait au voisinage de livres : 19,10, c'est-à-dire à la limite légale du point supérieur de l'or. L'attraction exercée par le marché américain sur les capitaux à court terme, l'impossibilité presque absolue d'émettre des emprunts sur le marché de New-York, les difficultés à obtenir des autres marchés des capitaux, ont contribué à augmenter la tension des changes qui a persisté de façon ininterrompue en 1929. La moyenne mensuelle du change du dollar n'est jamais descendue

au-dessous de 19,1. 09. La réserve de la Banque d'Italie, qui se montait à 11.071 millions de liras au 31 décembre 1928, est tombée à un minimum de 10.005 millions au 30 avril 1929, pour remonter ensuite péniblement à 10.341 millions de liras au 31 décembre. La partie or de cette réserve passe, au cours de l'année 1929, de 5.052 à 5.190 millions de liras (1). Par suite de la nécessité de défendre la stabilité de la lire, la Banque d'Italie n'a pu se dispenser d'élever, le 14 mars 1929, son taux d'escompte de 6 à 7 p. 100.

IV. *Le marché français.* — La France n'avait fait appel aux capitaux étrangers pour son propre compte que dans de très faibles proportions ; cependant, elle en avait reçu beaucoup qui s'offraient spontanément. Toutefois, dans l'état de choses qui a prévalu depuis le milieu de 1928, époque de la stabilisation légale du franc, ses ressources monétaires ont largement suffi à tous les besoins de sa vie économique. En conséquence, la répercussion de la crise américaine a été à peu près insensible sur le marché monétaire français. Le taux de l'escompte officiel, abaissé à 3 $\frac{1}{2}$ p. 100 au début de 1928, n'a pas été relevé au cours de l'année 1929. Le rapport de couverture de la Banque de France, qui était d'environ 38 $\frac{1}{2}$ p. 100 au début de 1929, dépassait 44 $\frac{1}{2}$ p. 100 au milieu de mai de la même année.

V. *Les marchés monétaires des autres pays.* — Pour ce qui est de la Belgique, on sait que ce pays se trouve habituellement exposé aux répercussions des mouvements internationaux de capitaux et, par conséquent, la cherté

(1) G. Mortara, *La vie économique en Italie* (trad. française), *Revue d'économie politique*, 1930, p. 316.

de l'argent aux Etats-Unis ne devait pas manquer de se faire sentir en Belgique. Le total de l'encaisse-or et des disponibilités de la Banque Nationale de Belgique a diminué d'environ 500 millions de francs belges entre le début de janvier et la fin d'avril 1929. Cependant, le rapport de couverture des engagements de la Banque est resté les cinq premiers mois de 1929, pour la plupart du temps, au-dessus de 55 p. 100. Qui plus est, pendant les deux premiers mois de 1929, le cours du belga a été coté à New-York au-dessus du pair, et n'a fléchi que très peu par la suite. Le taux de l'escompte officiel, abaissé le 30 juin 1928 de 4 $\frac{1}{2}$ à 4 p. 100, a pu être maintenu constamment et d'une façon normale à ce niveau.

La hausse des taux américains n'ayant pas eu, non plus, de fortes répercussions en Suisse, le taux officiel de l'escompte est resté dans ce pays à 3 $\frac{1}{2}$ p. 100. De même le taux officiel n'a subi de changement ni en Suède ni au Danemark ni en Finlande.

En Suède le taux est resté à 4 $\frac{1}{2}$ p. 100, au Danemark à 5 p. 100 et en Finlande à 7 p. 100.

Seule du groupe scandinave, la Banque de Norvège a dû procéder à l'élévation de son taux en le portant, au mois de mars, à 5 $\frac{1}{2}$ p. 100.

Au cours de l'année 1929, les élévations de taux officiels se sont imposées aussi dans d'autres pays de l'Europe centrale ainsi que dans les pays balkaniques, où le resserrement de crédit venu d'Amérique, soit directement, soit par l'intermédiaire de Berlin et d'autres centres financiers, s'est fait également sentir plus ou moins violemment. La Banque de Pologne a élevé son taux à 9 p. 100 le 19 avril ; la Banque de Roumanie a porté le sien à 8 p. 100 le 3 mai et à 9 $\frac{1}{2}$ p. 100 le 14. De même le taux

de l'escompte de la Banque Nationale de Hongrie a été élevé à 8 p. 100 le 24 avril 1929, et celui de la Banque Nationale d'Autriche à 7 $\frac{1}{2}$ p. 100 le 23 avril de la même année.

Enfin, la Hollande, en raison du rôle d'agents internationaux que jouent ses banques, a été, elle aussi, sensiblement affectée par l'appel de fonds américains. En outre, les capitalistes des Pays-Bas, pour se procurer des bénéfices, ont transféré aux Etats-Unis une partie de leurs ressources disponibles. Ainsi, à l'exemple de l'Angleterre, ce pays, tout en fournissant du change au continent, a exporté en abondance des capitaux pour son propre compte. Le taux de l'escompte officiel, qui était de 4 $\frac{1}{2}$ p. 100 au 1^{er} janvier 1928, a été porté, le 25 mars 1929, à 5 $\frac{1}{2}$ p. 100.

*
* * *

En résumé, les taux élevés d'intérêt des prêts à vue en vigueur aux Etats-Unis, la crainte d'une débâcle brusque comme conséquence du « boom » boursier et, dans une certaine mesure, les prélèvements effectués sur les réserves d'or, déterminèrent la plupart des banques centrales à élever leurs taux d'escompte et à restreindre par ailleurs leurs crédits. La base du crédit s'est resserrée dès la fin de l'année 1928 quand des transferts considérables de capitaux ont commencé à se diriger vers les Etats-Unis. Les capitaux américains n'ont pas été les seuls à retourner à New-York ; des capitaux européens de plus en plus abondants ont pris la même direction. Les Etats-Unis ont attiré aussi bien les capitaux destinés à la spéculation que les capitaux cherchant un placement à court terme. Après 1928 les importations d'or reprirent aux Etats-

Unis et continuèrent dans des proportions considérables jusqu'après l'effondrement de la Bourse survenu en octobre 1929, de sorte que le pays a recouvré une part notable de l'or qu'il avait exporté dans les mois précédents. D'autre part, la France a continué à importer de l'or pour satisfaire à différents buts pendant les premiers mois de l'année 1929 et, par la suite, comme nous le verrons, ses réserves d'or n'ont cessé de croître. Le fait le plus saillant, pendant cette période particulièrement instable, a consisté dans les sorties d'or de la Banque d'Angleterre, qui se sont poursuivies pendant presque tout l'été et pendant les premiers jours de l'automne 1929. Cette situation a préoccupé l'opinion publique en Angleterre, et certains journaux ne se sont pas fait faute d'attribuer la baisse de la livre et les sorties d'or à des causes artificielles émanant d'un pays étranger. Comme des sorties d'or ont persisté par la suite, nous dirons dans la seconde partie de cette étude pourquoi l'or sortait d'Angleterre.

Mouvements de l'or en 1928 et 1929.
(en millions de dollars).

	Excédent des importations.	Excédent des exportations.
Royaume-Uni : 1928.	24	—
1929.	—	73
Etats-Unis : 1928.	—	392
1929.	175	—
France : 1928.	254	—
1929.	337	—
Allemagne : 1928.	218	—
1929.	—	105

DEUXIÈME PARTIE

LES BANQUES D'ÉMISSION
ET LA CRISE ÉCONOMIQUE MONDIALE
DE 1929

DEUXIÈME PARTIE

LES BANQUES D'ÉMISSION ET LA CRISE ÉCONOMIQUE MONDIALE DE 1929

CHAPITRE PREMIER

LES EFFORTS MUTUELS DES BANQUES D'ÉMISSION POUR LE MAINTIEN DE L'ÉTALON-OR DURANT LA CRISE DE CRÉDIT ET LA CRISE MONÉTAIRE DE 1931

En 1928, les réformes monétaires nécessitées par les bouleversements de la grande guerre ont été effectuées dans la grande majorité des pays et un certain équilibre monétaire régnait dans le monde. Les mouvements internationaux de capitaux, prenant une allure plus régulière, ont contribué à diminuer les différences existantes entre les taux de l'argent à court terme dans divers pays. Les mouvements internationaux de l'or ont changé de direction dans le sens Ouest-Est et les disponibilités monétaires sont devenues plus abondantes sur les principaux marchés monétaires du monde. Nous avons vu dans le chapitre précédent que cette tendance favorable fut interrompue vers le milieu de 1928 par la situation aux Etats-Unis, et

qu'au cours de 1929 les banques d'émission de la plupart des pays, suivant l'exemple américain, ont élevé leurs taux d'escompte et procédé par ailleurs à la restriction de leurs crédits. En même temps, l'or, qui avait pris des allures plus normales en 1927-1928, allait s'orienter après 1928 dans le sens d'un nouveau déséquilibre. L'afflux de l'or a persisté, avec des fluctuations insignifiantes, aux Etats-Unis et en France.

La crise que le relèvement des taux avait pour but de prévenir autant que possible a éclaté en octobre 1929 et les sommes qui avaient été employées à New-York ont reflué vers l'Europe.

Après l'effondrement de la Bourse de New-York qui eut ses répercussions sur les autres Bourses du monde, le prix des marchandises dans tous les pays a commencé à baisser rapidement. L'optimisme fut remplacé par un sentiment de pessimisme ; les achats subirent une restriction considérable et l'esprit d'entreprise fut découragé.

Le marché monétaire présentant la physionomie traditionnelle d'une crise économique, les fonds se sont concentrés dans les banques et les taux de l'argent à court terme sont devenus extrêmement modérés dans les principaux centres financiers, ainsi qu'en témoigne le tableau ci-après qui indique l'évolution des taux officiels d'escompte pour les principaux pays durant l'année 1930 et la comparaison avec les taux maxima atteints durant la période de fièvre spéculative de 1929.

Les taux officiels d'escompte dans les principaux pays :

	1 ^{er} janvier 1930	1 ^{er} janvier 1931	1 ^{er} juin 1931	Plus haut 1929 ou 1930
France	3 ½	2	2	3 ½
Angleterre	5	3	2 ½	6 ½
Etats-Unis (N. Y.)	4 ½	2	1 ½	6
Belgique	3 ½	2 ½	2 ½	5
Hollande	4 ½	3	2	5 ½
Suisse	3 ½	2 ½	2	3 ½
Suède	4 ½	3 ½	3	5 ½
Allemagne	7	5	5	7 ½
Autriche	7 ½	5	5	8 ½
Italie	7	5 ½	5 ½	7
Espagne	5 ½	6	6	6
Hongrie	7 ½	5 ½	5 ½	8
Pologne	8 ½	7 ½	7 ½	9

	Janvier 1931	Début de Décembre 1929
Bulgarie	10	10
Danemark	3 ½	5 ½
Dantzig	5	6
Esthonie	7	8
Finlande	6	7
Grèce	9	9
Indes	5	7
Japon	5 11	5 48
Lettonie	6	6
Lithuanie	6	7
Norvège	4	5 ½
Portugal	7 ½	8
Roumanie	9	9
Russie	8	8
Tchécoslovaquie	4	5
Yougoslavie	5 ½	6
Chili	6	6

Comme on le voit, le taux d'escompte officiel a fléchi presque dans tous les pays depuis décembre 1929, mais c'est surtout en France et aux Etats-Unis qu'il est tombé au niveau le plus bas.

« Des taux de l'argent aussi bas ne s'étaient pas vus depuis la fin du XIX^e siècle, au cours de la longue période de dépression qui s'échelonna de 1880 à 1900 » (1).

(1) ***, *Le marché monétaire et les changes* (La France économique en 1930), *Revue d'économie politique*, 1931, p. 566.

Au printemps de 1931 on constata certains signes qui pouvaient porter à faire croire, à la lumière des crises antérieures, à une amélioration durable de la situation, mais ils ne tardèrent pas à disparaître. C'est alors « que sur une crise économique, qui devait de toute manière être forte, est venue se greffer, en en modifiant complètement l'allure primitive, une crise nouvelle, de caractère bancaire, financier et monétaire, et c'est elle qui a déclenché dans le monde une situation de panique, qui est venue renforcer à un degré exceptionnel la crise purement économique qui existait auparavant » (1).

Cette crise nouvelle survint d'abord dans les pays de l'Europe centrale dont les banques, pour satisfaire aux besoins de l'économie nationale, ont fait largement appel aux crédits étrangers. Les banques centrales de ces pays « ont dû restituer en quelques jours ou en quelques semaines, des montants considérables de devises qui s'étaient investis progressivement sur leurs marchés respectifs au cours d'une longue période et qui avaient été utilisés en partie comme s'ils devaient y rester, ou se renouveler indéfiniment » (2). La crise ne tarda pas à s'étendre sur l'Angleterre et sur les Etats-Unis (3). Ses conséquences ont été immenses au point de vue monétaire en général et au point de vue des échanges internationaux en particulier.

Dans les sections suivantes nous essayerons d'en donner un aperçu sommaire.

(1) Rist, *Cours de doctorat*, professé à la Faculté de Droit de Paris, 1932-1933, p. 144.

(2) *Deuxième Rapport Annuel de la Banque des Règlements Internationaux*, 1^{er} avril 1931-31 mars 1932, Bâle, p. 9.

(3) Sur la naissance et l'évolution de la crise financière de 1931, voir : *Ephéméride de la crise financière*, *Revue d'économie politique*, 1931, p. 140 et suiv.

SECTION PREMIÈRE

**La crise de crédit et la crise monétaire et bancaire
dans les pays de l'Europe centrale**

La marche normale des événements sur le marché monétaire fut arrêtée par le déclenchement de la crise financière en Autriche. Le 7 mai 1931, la direction d'une grande banque autrichienne, la Creditanstalt, fit savoir subitement au ministre des finances et à la Banque Nationale que les pertes de cet établissement pour l'exercice 1930 étaient évaluées à 140 millions de shillings. Comme cette nouvelle ne resta pas longtemps confidentielle, les retraits de dépôts s'amplifièrent brusquement. Après avoir réescompté à la Banque Nationale 150 millions de shillings de son portefeuille, la Creditanstalt se trouva hors d'état de faire face aux retraits de fonds par ses propres ressources. Le 15 mai, elle sollicita en sa faveur l'intervention des autorités en vue d'obtenir de la Banque Nationale l'escompte des traites financières. L'idée envisagée un moment d'abandonner cet établissement à sa propre destinée fut écartée, car sa chute eût été un véritable désastre susceptible d'entraîner à sa suite la ruine d'autres établissements bancaires. En conséquence, la Banque Nationale dut accepter au réescompte les traites de la Creditanstalt en lui fournissant les billets nécessaires au remboursement des déposants. D'autre part, le Gouvernement autrichien fut autorisé, le 18 mai, par le Comité de contrôle représentant les Etats garants de l'emprunt de 1922, à émettre 150 millions de shillings de bons du Trésor destinés à couvrir les pertes subies par la Creditanstalt. En attendant l'émission des bons du Trésor, la Banque des Règlements Internationaux et dix banques centrales

ouvrirent, le 29 mai, à la Banque Nationale d'Autriche un crédit de 100 millions de shillings. Le placement des bons s'avéra difficile et la Banque d'Angleterre fit au Gouvernement autrichien une avance de 150 millions de shillings $7 \frac{1}{2} \%$ à 7 jours, mais renouvelable. En même temps, le taux de l'escompte officiel a été porté de 6 à $7 \frac{1}{2} \%$.

« L'appui fourni par ces deux opérations, quelles que fussent les restrictions dont elles étaient entourées, aurait sans doute été suffisant si l'Autriche, après avoir donné le signal des difficultés qui se propagèrent rapidement sur d'autres marchés, n'avait elle-même eu à subir le choc en retour des manifestations de la crise à l'extérieur » (1). En effet, la nouvelle de la déconfiture de la Creditanstalt se propagea dans tous les centres financiers du monde avec une rapidité surprenante, relevant ainsi subitement dans une large mesure l'état précaire des affaires en Europe centrale. « Ce n'était pas seulement une banque qui menaçait de s'effondrer, mais bien tout le système économique d'engagements financiers exagérés, le pire héritage de la guerre et de l'expansion du crédit qui suivit celle-ci » (2). Dès lors l'attention se tourna vers l'Allemagne qui, ayant de gros engagements à court terme envers l'étranger (3), devint le centre de la scène. Déjà, dès le mois de septembre 1930, la Reichsbank dut faire face aux demandes de crédits et de devises occasionnées

(1) *La crise monétaire de l'Europe centrale* (« Questions monétaires de l'heure présente », Sirey, 1932, p. 113).

(2) *La situation économique mondiale 1931-1932*, p. 81.

(3) A la veille de la panique qui se produisit en juin et juillet 1931, la proportion des fonds étrangers qui étaient déposés dans les banques allemandes comme comptes courants créditeurs était d'environ 45 % (Rist, *Cours, 1932-1933*, p. 161).

non par des circonstances économiques, mais des événements politiques. A cette époque, les élections au Reichstag suscitèrent dans le pays et à l'étranger des craintes sérieuses qui ont entraîné les dénonciations de crédit de la part de l'étranger, de même que des évasions de capitaux allemands. Vers le milieu de septembre, il se produisit ainsi sur le marché monétaire allemand un revirement complet, tout à fait différent de la tendance des autres centres financiers.

Devant l'accroissement des demandes de crédits et de devises, la Reichsbank se trouva obligée de relever son taux d'escompte de 4 à 5 %. Du milieu de septembre environ jusque vers le milieu d'octobre 1930, elle a cédé plus de un milliard de reichsmarks d'or et de devises (1).

La panique fut conjurée grâce à un crédit de 125 millions de dollars qu'un groupe bancaire international octroya pour une période de 6 mois avec possibilité de trois renouvellements. Cependant, bien que la situation fût améliorée, une série de faits n'ont cessé d'énervier l'opinion : le 21 mars 1931 fut annoncé le projet d'une union douanière entre l'Autriche et l'Allemagne et la situation politique en Europe devint délicate. Cet état de choses a déterminé beaucoup de capitaux étrangers, en particulier américains, employés en Allemagne, à refluer vers leur pays. Ces retraits auxquels est venue s'ajouter la fuite de capitaux allemands surpassaient, sans doute, de beaucoup les entrées que pouvait procurer l'amélioration, à cette époque, de la balance commerciale allemande. Ils ont pris un caractère de panique lorsque, au

(1) *Le compte-rendu de la Reichsbank pour l'exercice 1930.*

début de juin, furent connues les difficultés de la Creditanstalt et du Trésor autrichien.

Pour soutenir le change, la Reichsbank a, pendant le printemps 1931, perdu des quantités croissantes d'or et de devises étrangères. L'encaisse-or qui, au 7 janvier 1931, atteignait 2.216 millions de reichsmarks, n'était plus, au 15 juin, que de 1.766 millions. Dans la même période, le portefeuille de devises étrangères servant de couverture est tombé de 400 millions de marks à 104 millions (1). Le 15 juin, la Reichsbank releva son taux d'escompte de 5 à 7 %. Par cette hausse brutale du taux de l'escompte, elle accentuait encore la disparité déjà considérable du taux de l'intérêt entre les principaux marchés financiers et celui de Berlin (voir le tableau, *supra*, p. 131). Cependant cet écart ne fut pas suffisant pour établir l'équilibre du marché des changes. Le 15 juin, la Banque d'Angleterre, la Banque de France, la Banque de Réserve Fédérale de New-York et la Banque des Règlements Internationaux se sont empressées de parer au plus vite en ouvrant à la Reichsbank un crédit de réescompte de 100 millions de dollars, la part de chacune des banques intéressées étant d'un quart, c'est-à-dire 25 millions de dollars.

D'autre part, intervint la proposition du Président Hoover d'ajourner pendant un an les paiements au titre des réparations et des dettes de guerre. Mais cette proposition, tout en accordant un répit à l'Allemagne, n'arrêta pas le cours de la panique. Le 8 juillet, a été publié un décret-loi en vertu duquel des établissements bancaires

(1) Il est vrai que la circulation a en même temps fortement diminué, puisque les banques allemandes ordinaires pour obtenir des devises de la Reichsbank étaient obligées de lui présenter des billets.

industriels et commerciaux devaient mettre 500 millions de reichsmarks à la disposition de la Gold Discont Bank pour soutenir les crédits étrangers. Cependant les retraits de devises étrangères se poursuivaient, et le 11 juillet la situation s'aggrava encore : le crédit de 50 millions de dollars, obtenu plusieurs mois auparavant par la Banque d'escompte-or et mis par elle à la disposition de la Reichsbank, était épuisé. Les demandes de change étranger adressées à la Reichsbank atteignaient 100 millions de marks dans la journée ; les faillites se multipliaient en Allemagne et dans les pays voisins. La livre, cotée en marks, atteignait 20,51 $\frac{1}{2}$ en moyenne journalière et s'élevait même plus haut momentanément. Le 13 juillet, une grande banque allemande (Danat Bank), qui était en relations tant avec l'industrie allemande qu'avec les entreprises autrichiennes et orientales, dut être fermée, bien que la veille son passif eût été garanti par l'Etat. L'affluence des déposants eut lieu également aux guichets d'autres établissements bancaires et il se produisit ainsi un *run* général intérieur parallèlement à celui de l'extérieur. La Reichsbank, en présence des demandes croissantes de change étranger et de l'épuisement qui menaçait de survenir dans les réserves, décida, d'accord avec les autres établissements, de continger ses livraisons de change. Le lendemain un décret prescrivit la fermeture de la Bourse et de toutes banques et caisses d'épargne allemandes. Au 15 juillet le bilan de la Reichsbank ne présentait plus qu'une couverture totale de 1 milliard 490.500.000 marks dont 1 milliard 366.100.000 en or et le reste en devises, contre 4 milliards 161.800.000 marks de billets et 307 millions 100.000 marks de dépôts. Le rapport de couverture étant donc tombé au-dessous du minimum

normal de 40 %, la Reichsbank porta immédiatement son taux d'escompte de 7 à 10 % et son taux d'avances de 8 à 15 %, et la proportion de réserve légale fut ramenée à 30 % (1). Les abus du crédit se trouvant ainsi limités, les banques allemandes furent autorisées à *ouvrir leurs guichets* tout en restant soumises à des mesures restrictives en ce qui concerne les paiements à effectuer. En même temps, des dispositions ont été prises pour contrôler les paiements en devises étrangères. Toutes les opérations de change devaient être centralisées à la Reichsbank et, en fait, les créanciers étrangers se voyaient imposer un moratoire presque aussi rigoureux que celui qui était en vigueur pour les déposants allemands. En outre, la frappe de 1 milliard 900.000.000 de marks de monnaie divisionnaire fut décidée car la thésaurisation, comme il arrive toujours en temps de panique, restreignait les disponibilités.

Les efforts internationaux se poursuivaient de leur côté. Le crédit de 100 millions de dollars qui avait été ouvert à la Reichsbank par la Banque des Règlements Internationaux et des Banques centrales et qui arrivait à échéance le 16 juillet, fut renouvelé. Le Gouvernement britannique avait annoncé qu'il n'exigerait pas le paiement de sa part des réparations venant à échéance le 15 juillet. Mais l'Allemagne espérait mieux. Elle souhaitait la consolidation de ses dettes à court terme envers l'étranger ou plutôt désirait un large prêt à long terme dont le produit lui servirait à rembourser ses échéances prochaines et à se constituer une réserve de devises. Seulement l'émission d'un emprunt international au profit de l'Allemagne exigeait

(1) On se rappelle que la loi autorisait la Reichsbank à descendre au-dessous du minimum légal de 40 p. 100 moyennant approbation du Conseil général, paiement d'un impôt et élévation du taux.

l'assentiment des gouvernements intéressés et supposait la confiance qui ne pouvait être rétablie du jour au lendemain ; en tout cas elle sortait du domaine propre aux Banques Centrales. Du 20 au 23 juillet eut lieu, à Londres, une conférence des représentants des Etats-Unis, de la Belgique, de la France, de l'Allemagne de l'Italie, du Japon et du Royaume-Uni, qui devait, entre autres, s'occuper de cette question. Elle ne put aboutir à aucune décision positive et renvoya aux banquiers le problème du secours à porter à l'Allemagne, en leur faisant les propositions suivantes : 1^o que le crédit de 100 millions de dollars récemment consenti à la Reichsbank par les banques centrales et la Banque des Règlements Internationaux soit, à son échéance, renouvelé pour une période de trois mois ; 2^o que les établissements financiers des divers pays s'engagent collectivement à maintenir, jusqu'à l'assainissement de la situation, le volume des crédits qu'ils avaient accordés à l'Allemagne. La Conférence invita la Banque des Règlements Internationaux « à constituer sans retard un comité de représentants nommés par les gouverneurs des banques centrales intéressées pour faire une enquête sur les besoins immédiats de crédits supplémentaires de l'Allemagne et pour étudier la possibilité de convertir une fraction des crédits à court terme en crédits à long terme ».

Les mesures prises ou celles envisagées par cette Conférence n'eurent pas l'effet immédiat qu'on en attendait. Les semaines suivantes la situation en Allemagne devenait plus alarmante que celle qu'on avait vécue pendant les semaines précédentes. Le 1^{er} août la Reichsbank porta son taux d'escompte de 10 à 15 % et le taux des avances à 20 %. Le crédit de 100 millions de dollars de la Banque

des Règlements Internationaux et d'autres banques centrales fut renouvelé le 3 août. La situation du marché de capitaux devenant un peu plus normale, une certaine quantité de billets et de devises est rentrée dans les caisses de l'institut d'émission, la couverture s'en est vue quelque peu renforcée et le 12 août le taux de l'escompte a pu être ramené de nouveau à 10 % et le taux des avances à 15 %. Le 19 août le taux de l'escompte fut réduit à 8 % et le taux des avances à 12 %. Ainsi la vie économique, que le moratoire intérieur avait menacé de paralyser, allait se ranimer peu à peu. Le 19 août fut signé également avec le Comité des banquiers étrangers un arrangement de prorogation des crédits extérieurs à court terme, prévoyant en faveur des débiteurs allemands la continuation des crédits existants pour une période de six mois et sous réserve d'un accord à réaliser au sujet du renouvellement du crédit accordé à la Reichsbank par les banques centrales sous les auspices de la Banque des Règlements Internationaux. De cette façon se trouva régularisé le moratoire de fait que l'Allemagne avait déjà établi. Le 3 septembre les bourses ont été réouvertes et le même jour on renonça à une union douanière austro-allemande. La situation ne devint plus tendue avant les nouvelles perturbations qu'allait provoquer la suspension, au 21 septembre, de l'étalon-or par la Grande-Bretagne.

*
* * *

Au début de cette section, nous avons fait allusion à l'Autriche pour dire que la crise financière de 1931 eut pour point de départ les embarras d'une grande banque autrichienne, embarras qui ont marqué le commencement

de la phase aiguë de la crise et dont les effets se sont fait sentir sur l'ensemble du système bancaire mondial. Par la suite nous nous sommes arrêté à l'Allemagne seulement.

Pour simplifier notre exposé, nous avons négligé les autres pays de l'Europe centrale et orientale dont la crise non moins grave en elle-même ne pouvait avoir d'aussi amples répercussions. Signalons, toutefois, que tous ces pays ont dû faire face aux mêmes difficultés auxquelles on a assisté en Allemagne et qui sont caractéristiques de ce genre de crise. Leurs banques d'émission ont obtenu également de la Banque des Règlements Internationaux des crédits plus ou moins importants. D'autre part, certains de ces pays, comme, par exemple, la Yougoslavie et plus tard la Tchécoslovaquie, ont fait des emprunts en France (1) en vue d'assurer l'équilibre budgétaire et de renforcer la couverture devises de la circulation fiduciaire de l'Institut d'émission. Enfin, des accords de prorogation de crédits extérieurs à court terme sont intervenus avec les créanciers étrangers, régularisant eux aussi une situation de fait. Faut-il encore rappeler que dans le but de remédier à la situation, l'Autriche s'était adressée le 7 août 1931 à la Société des Nations, suivie bientôt en cela par la Hongrie et en janvier 1932 par la Grèce et la Bulgarie. Au mois de mars 1932 « la Société se trouva en présence non seulement de la situation particulière de ces pays, mais encore du problème général de la structure économique et financière de l'Europe orientale et centrale, dans ses rapports avec la dépression mondiale » (2).

(1) La première 300 millions de francs le 21 octobre 1931, la seconde 600 millions de francs en avril 1932.

(2) *La situation économique mondiale 1931-1932*, p. 83.

SECTION II

**La suspension de l'étalon-or par la Grande-Bretagne
en septembre 1931.**

Les répercussions de la crise allemande ne tardèrent pas à se faire lourdement sentir en Grande-Bretagne. Le fait qu'un montant considérable de crédits à court terme que les banques anglaises avaient prêtés à l'Allemagne (1) et à d'autres pays de l'Europe centrale se trouvèrent rapidement « gelés », par suite de l'incapacité de ces pays de faire face à leurs obligations extérieures, inquiéta les créanciers britanniques. D'autre part, le Comité Macmillan dans son rapport publié le 3 juillet 1931, tout en signalant une certaine diminution dans les dépôts étrangers à court terme sur le marché de Londres, n'en évaluait pas moins le montant à 450 millions de livres, ce qui ne manqua pas non plus de créer un certain malaise. Toutes ces difficultés ont incité l'étranger à retirer les fonds qu'il avait placés à court terme sur le marché de Londres.

Dès le milieu de juillet, la chute du mark avait eu une répercussion sur la tenue de la livre sterling. La devise anglaise fléchit non seulement par rapport au franc français, mais par rapport au franc suisse, au florin hollandais, au franc belge, et aussi par rapport au dollar. Le change de Londres sur New-York a fléchi alors à 4,83 7/8, le cours le plus bas qu'on ait enregistré depuis le rétablissement de l'étalon d'or en Grande-Bretagne, réalisé le 29 avril 1925.

Aux événements d'Allemagne qui mettaient en danger

(1) Les crédits que l'Angleterre avait accordés à l'Allemagne et qui se sont trouvés immobilisés ont été évalués à 70 millions de livres sterling.

les crédits que les banques anglaises avaient consentis à ce pays, vinrent s'ajouter les commentaires pessimistes au sujet de la situation budgétaire de la Grande-Bretagne et malgré l'élévation du taux de l'escompte de $2 \frac{1}{2} \%$ à $3 \frac{1}{2} \%$ le 23 juillet, les sorties d'or se sont poursuivies à une cadence accélérée. L'encaisse-or de la Banque d'Angleterre (Département d'émission) qui était de 164 millions 619.000 livres sterling le 8 juillet, tomba le 29 juillet 1931 à 132 millions 35.000 livres sterling. Le 30 juillet le taux de l'escompte fut porté à $4 \frac{1}{2} \%$ mais les sorties d'or persistèrent.

En présence de cette situation tendue, la cité de Londres, à la différence de ce qui s'est passé en Allemagne et dans d'autres pays de l'Europe centrale et orientale, a conservé son sang-froid. Ni aux guichets des banques, ni en Bourse on n'a constaté la moindre panique. Cependant la fermeté morale ne suffisait pas et des entretiens, en vue de fournir un appui à la livre sterling, furent engagés entre un représentant de la Banque d'Angleterre et les autorités de la Banque de France qui étaient déjà intervenues sur le marché pour soutenir la livre. Le gouverneur de la Banque de Réserve Fédérale de New-York a été associé à ces négociations. Elles ont abouti le 1^{er} août à un accord en vertu duquel la Banque de France et les Banques de Réserve Fédérale des Etats-Unis s'engageaient à ouvrir à la Banque d'Angleterre un crédit de 50 millions de livres sterling, auquel chacun des deux groupes prêteurs participait par moitié, soit 3.100 millions de francs par la Banque de France et 125 millions de dollars par la Banque de Réserve Fédérale de New-York, et aux mêmes conditions. Le taux était fixé à $3 \frac{3}{8} \%$, la durée à trois mois, mais rien ne s'opposait à un renouvellement si les

circonstances venaient à l'exiger. Si l'opération devenait effective, elle devait prendre du côté français la forme d'un réescompte et, du côté américain, la forme d'un achat d'effets. Les banques privées françaises, sans figurer au contrat, étaient associées à l'opération (1).

La presse financière n'a pas manqué de souligner toute l'importance de cet acte en ajoutant que l'esprit d'entraide, qui venait ainsi de se manifester dans les conjonctures qui le rendaient particulièrement nécessaire, permettrait de poursuivre avec succès les négociations et les opérations tendant à améliorer la situation en Allemagne. On estimait que le crédit en question agirait surtout comme facteur psychologique et que la Banque d'Angleterre n'aurait pas besoin d'opérer de prélèvements sur des sommes mises à sa disposition, pas plus qu'elle ne l'avait fait en 1925 sur le crédit de 200 millions de dollars qui lui avait été ouvert par les Banques de Réserve Fédérale.

Cependant, ce concours financier ne donna pas au début des résultats que les marchés en avaient attendus, car le mercredi 5 août la livre sterling subit un accès de faiblesse qui provoqua, tant à Londres qu'à Paris et à New-York, une surprise en y influençant défavorablement les marchés financiers. La devise britannique tomba sensiblement au-dessous du gold point de sortie par rapport au franc et au dollar, et en même temps fléchissait en Hollande, en Belgique et en Suisse.

(1) En même temps l'Administration du Trésor autorisa la Banque d'Angleterre à augmenter, pendant trois semaines, l'émission fiduciaire, non couverte par de l'or, de 260 à 275 millions de livres, soit 15 millions au maximum. Cette mesure a été rendue nécessaire par la crainte que de nouvelles sorties d'or ne vinssent entraîner la compression de la circulation des billets avec ses conséquences sur le volume de disponibilités.

Pour expliquer ce recul général, il est à présumer que l'Institut d'émission britannique, supposant précisément que l'effet psychologique produit par l'accord financier franco-anglo-américain suffirait à maintenir le change au-dessus du point d'or, n'aurait pas encore commencé à utiliser le crédit de 50 millions de livres. D'ailleurs, dès le 10 août, la situation du change était rétablie mais le cours de la livre sterling demeura assez bas. Malheureusement l'emploi du crédit lui-même « ne paraît pas avoir été fait dans les conditions les plus heureuses. Les personnes chargées de l'emploi de ce crédit ont voulu intervenir, non seulement sur le marché des changes au comptant, mais aussi sur le marché à terme ; elles ont employé une partie de ces sommes à combattre la spéculation à terme. Or, cette spéculation ne peut être efficacement combattue que par le maintien du cours d'une monnaie au comptant, de sorte que ce soit la spéculation à terme elle-même qui soit obligée à un moment donné de se racheter » (1). Les capitaux étrangers continuaient à sortir et la situation financière du pays devenait de plus en plus inquiétante. Le Cabinet travailliste, ne pouvant se mettre d'accord sur des propositions en vue d'équilibrer le budget, donna sa démission et, le 24 août, fut constitué le gouvernement d'Union Nationale. Le 29 août le Trésor obtint des banquiers français et américains, à l'exclusion des banques centrales, un nouveau crédit de 80 millions de livres sterling, moitié en francs et moitié en dollars, et dont l'échéance fut fixée à un an et le taux

(1) Rist, *Cours de doctorat*, professé à la Faculté de Droit de Paris, 1932-1933, p. 255.

d'intérêt à 4 1/4 % net (1). La tranche française, qu'un consortium des principaux établissements de crédit et banques de la France s'engageait à mettre à la disposition du Trésor britannique, devait être représentée en partie par des crédits ouverts de banque à banque et en partie par des bons du Trésor britannique libellés en francs et qui seraient offerts par la suite au public. Quant à la tranche qui formait la part du groupe des banques américaines, elle devait être fournie sous forme d'ouverture de crédit sans participation du public et représentée, elle aussi, par des bons du Trésor anglais pour autant du moins qu'ils seraient utilisés.

Un communiqué du Trésor britannique indiquait expressément que l'opération avait pour but « de soutenir le change de la livre sterling » et qu'en conséquence les bons et crédits ne seraient utilisés que dans la mesure où l'exigerait la situation du marché. En tous cas on espérait que cette seconde opération de crédit éviterait les troubles sur le marché des changes. Mais des mesures prises par le Gouvernement le 10 septembre en vue d'équilibrer les finances publiques, se heurtèrent le 15 du même mois à une protestation de marins de la flotte de l'Atlantique qui ne voulaient pas accepter la réduction de leur solde. D'autre part, le parti travailliste ne cessa de mener une opposition violente au nouveau cabinet. Toutes ces difficultés ont fini par créer un certain malaise. La confiance de l'étranger n'étant pas ranimée, celui-ci retire les crédits qu'il avait employés en Grande-Bretagne. A ce mouvement de l'étranger correspondit une émigration des capi-

(1) La commission des banquiers était de 1 1/2 % et le Trésor britannique prenait à sa charge les impôts éventuels.

taux nationaux. Les retraits de fonds sur le marché de Londres prirent des proportions extraordinaires. Du mercredi matin 16, au samedi 19 septembre à midi, les ventes de livres ont atteint 40 millions, portant ainsi à plus de 200 millions le montant des capitaux à court terme retirés du marché de Londres depuis le déclenchement de la crise allemande au milieu du mois de juillet 1931.

La Banque d'Angleterre défendit son encaisse en vendant des devises sur les crédits que la France et les Etats-Unis avaient mis à sa disposition par l'intermédiaire du Gouvernement anglais. Le 18 septembre au soir on fit un dernier effort auprès de la France et des Etats-Unis en vue d'obtenir de nouveaux crédits. Le Gouvernement français et la Banque de France se montrèrent prêts à répondre à cet appel en proposant 4 milliards de francs, mais le Gouvernement des Etats-Unis et le Président du Federal Reserve Board, jugeant que les crédits seraient inutiles, refusèrent leur concours (1). Le samedi 19 septembre, le vice-gouverneur de la Banque d'Angleterre (en l'absence du Gouverneur), dans une lettre adressée au Premier Ministre et au Chancelier de l'Echiquier, exposait la situation de la façon suivante :

« Je suis chargé de déclarer que les crédits de 125.000.000 de dollars et de 3.100.000.000 de francs négociés par la Banque d'Angleterre à New-York et à Paris respectivement sont épuisés et que le crédit de 200.000.000 de dollars obtenu à New-York, ainsi que les crédits représentant un total de 5.000.000.000 de francs négociés à Paris sont à peu près épuisés, eux aussi. La forte demande de change sur New-York et sur Paris persiste ; et, en

(1) *Journal des finances*, 25 septembre 1931, p. 730.

outre, les banques sont soumises à un drainage d'or à destination des Pays-Bas. Dans ces circonstances, la Banque estime qu'eu égard aux graves éventualités pouvant survenir, il peut lui devenir impossible de répondre aux demandes d'or qui pourraient lui être adressées à raison de retraits effectués par les places de New-York et de Paris... » Le dimanche soir, 20 septembre, un communiqué de la présidence du Conseil, annonçant au public cet état de choses, ainsi que la décision prise par le Gouvernement de proposer la suspension de l'étalon-or, ajoutait : « ...L'encaisse-or de la Banque d'Angleterre s'élève à quelque 130 millions de livres sterling et, eu égard aux éventualités auxquelles il peut devenir nécessaire de faire face, il est inopportun de laisser cette réserve subir une nouvelle réduction... La situation interne du pays est saine. Elle doit être maintenue telle. C'est une chose d'abandonner l'étalon d'or sous l'empire d'un budget déséquilibré et d'une inflation désordonnée ; et c'est une toute autre chose de prendre cette mesure, non à cause de difficultés internes, mais à cause de retraits excessifs de capitaux empruntés... »

La loi suspendant l'étalon-or a été votée à la hâte par les deux Chambres du Parlement le lundi 21 septembre 1931, et la dépréciation de la livre se produisit aussitôt.

En même temps qu'elle renonçait à convertir à vue ses billets en or, la Banque d'Angleterre a porté son taux d'escompte de 4 $\frac{1}{2}$ à 6 % ; la Bourse fut fermée pendant deux jours et en même temps des restrictions étaient temporairement imposées aux transactions en devises étrangères.

Il est à noter que la population accepta cette situation avec calme.



Lorsque la livre sterling fut détachée de l'or, toutes les bourses des valeurs, à l'exception de celles de Paris, de Milan et de Prague, furent fermées, et les nombreux contrats commerciaux libellés en sterling se trouvèrent bouleversés. La chute de la devise britannique eut pour résultat immédiat d'amener un certain nombre de pays à abandonner, eux aussi, l'étalon-or. Avant la fin d'octobre 1931, tout l'Empire britannique, l'Afrique du Sud exceptée, a renoncé à l'étalon-or et s'est solidarisé en grande partie avec la livre sterling. Le 28 septembre 1931, la Suède a suspendu à son tour la convertibilité des billets en or. Les 29 et 30 septembre, la Norvège et le Danemark ont décidé de suivre l'exemple de la Suède. Mentionnons que deux raisons poussèrent les pays scandinaves à suspendre l'étalon-or : d'une part, de grands retraits d'or et, d'autre part, leurs étroites relations commerciales, particulièrement de la Norvège et du Danemark, avec la Grande-Bretagne. Le Portugal a obéi aux mêmes préoccupations en décidant d'arrêter les remboursements en or. Quant au Japon, il avait perdu en 1930 25 % de ses réserves d'or et, au cours des onze premiers mois de 1931, la perte s'éleva à près de 40 %. Le 18 janvier 1930, les réserves d'or de la Banque du Japon atteignaient 1 milliard 87 millions de yen et le 5 décembre 1931 elles étaient tombées à 521 millions de yen. Comme la diminution de l'encaisse-or continuait, et pour ranimer aussi son exportation qui subissait la concurrence britannique, le Japon se décida finalement, le 17 décembre 1931, à suspendre la convertibilité des billets en or.

La Finlande s'efforça au début de se désolidariser du

bloc scandinave. La Banque de Finlande a élevé le taux de son escompte de 6 $\frac{1}{2}$ à 7 $\frac{1}{2}$ % en proclamant son intention de maintenir l'étalon-or, et des banques d'émission étrangères, notamment la Banque de France, lui ont accordé un crédit. Pour rendre plus difficile l'exportation des capitaux, elle a interdit la vente de la monnaie finlandaise, mais cette mesure, au lieu de produire les effets qu'on en attendait, a provoqué la défiance du public vis-à-vis de la monnaie nationale. La Banque de Finlande a perdu plus de 300 millions de marks finlandais en trois semaines, et, le 12 octobre 1931, elle a dû, à son tour, suspendre les paiements en or. Le taux de l'escompte officiel a été élevé de 7 $\frac{1}{2}$ à 9 %.

SECTION III

Les conséquences de la crise de crédit et de la crise monétaire de 1931.

§ 1. — Les conséquences au point de vue monétaire.

De nombreux pays dans d'autres continents ont vu s'aggraver leur situation financière longtemps avant l'été 1931. L'Argentine et l'Uruguay avaient suspendu leurs paiements en or au mois de décembre 1929. A la fin de 1929, le Canada avait également adopté les restrictions sur l'étalon-or. En 1930, le Brésil, le Chili, le Pérou, l'Australie et la Nouvelle-Zélande ont vu leurs devises tomber et rester au-dessous du point de sortie de l'or.

Après la suspension de l'étalon-or par la Grande-Bretagne, nous venons de voir que le nombre des pays ne pratiquant plus ce système s'accrut considérablement. La Grèce se joignit à ce groupe de pays le 26 avril 1932

en abandonnant officiellement, elle aussi, l'étalon-or. Le 28 décembre 1932, eut lieu également l'abandon de l'étalon-or par l'Afrique du Sud. La même mesure a été prise par le Siam et le Pérou en mai 1932, ainsi que par la Bolivie et le Chili.

Tous ces pays ont laissé le cours du change se déprécier sous l'influence du marché. Toutefois, la Grande-Bretagne a constitué, à dater du 24 juin 1932, un « Compte d'égalisation des changes » ayant à sa disposition 150 millions de livres sterling, disponibles en grande partie sous forme de Bons du Trésor, ainsi que le solde d'un compte de change antérieur du Gouvernement d'un montant de 25 millions de livres sterling. Ce fonds devait être géré par les autorités monétaires « de la manière jugée la mieux indiquée pour réprimer les fluctuations excessives de la valeur d'échange de la livre sterling ».

Faisons remarquer également qu'outre les membres du Commonwealth britannique (à l'exception du Canada), quelques-uns des pays qui ont suspendu l'étalon-or, par exemple le Portugal et le Siam, ont gardé un lien fixe entre leur monnaie et la livre sterling. Le Danemark, par contre, n'a décidé de lier le cours de sa monnaie à celui de la livre sterling qu'après avoir laissé, à la fin de janvier 1933, se produire une nouvelle baisse du change.

Dans un autre groupe de pays, le maintien de l'étalon-or garde un caractère théorique. Craignant des réactions psychologiques, les autorités responsables n'ont pas décrété l'abandon officiel de la parité-or, les souvenirs de l'inflation étant encore trop récents. Ces pays ont préféré la restriction de l'ensemble des transactions à la sauvegarde de la monnaie et ont persisté dans le maintien de l'étalon-or en réglementant le commerce des devises.

A ce groupe de pays appartiennent : l'Allemagne, l'Autriche, la Hongrie, la Yougoslavie, la Roumanie, la Bulgarie, l'Italie, la Lettonie, l'Esthonie et la Tchécoslovaquie. D'ailleurs, le Gouvernement tchécoslovaque, fasciné par ce qui s'est passé en Angleterre dont la devise, il faut le rappeler, ne fut pas volontairement détachée de l'or, a dévalué par une loi du 17 février 1934 sa monnaie en réduisant de $16 \frac{2}{3}$ le poids d'or de la couronne par rapport à son ancienne parité, voulant, par cette opération, ranimer un commerce d'exportation paralysé et dont l'activité représente pour la Tchécoslovaquie, pays essentiellement industriel, une importance plus grande qu'ailleurs. L'augmentation de la valeur nominale des réserves d'or qui a suivi la modification qu'on a fait subir à l'unité monétaire, a permis à l'Etat tchécoslovaque de réduire de 430 millions de couronnes sa dette envers l'Institut d'émission. D'autre part, dans plusieurs pays danubiens où le système du « clearing » pour les opérations commerciales avec l'étranger a été le plus développé, le taux adopté pour ces « clearings » — primitivement la parité-or — ont été graduellement modifiés de façon à les adapter plus exactement aux cours effectifs du marché, préparant ainsi, tout en se réservant le moment de le faire définitivement, la dévaluation partielle de la monnaie nationale. « En mettant en œuvre cette nouvelle politique, dit le Troisième Rapport Annuel de la Banque des Règlements internationaux, les autorités responsables se sont trouvées en présence d'une tâche très difficile, puisqu'il était essentiel de ne modifier les taux que dans la mesure où les conditions économiques le demanderaient absolument et, en même temps, d'éviter un ébranlement

brusque de la confiance, qui aurait été particulièrement dangereux pour la position de change » (1).

Etant donné que la Banque d'émission dans ce deuxième groupe de pays n'est plus obligée de vendre pour des sommes illimitées de l'or et des devises-or au taux fixé, l'étalon-or a virtuellement cessé d'y fonctionner. « La situation monétaire créée dès lors, sans étalon-or réel, ni étalon-papier effectif, est en quelque sorte hybride » (2).

Est-il besoin d'ajouter encore qu'à côté du marché officiel il s'est établi un « marché noir », de sorte que la valeur réelle de la monnaie nationale n'est plus celle qui est pratiquée par les organes chargés du contrôle des opérations de change. Dans ces conditions, l'application du contrôle des devises est devenue de plus en plus difficile.

Un troisième groupe comprend les pays qui parvinrent à maintenir l'étalon-or, durant la crise internationale de crédit de 1931, sans recourir à la réglementation des devises. Ce furent la France (3), les Etats-Unis, la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse. Cependant, durant les premiers jours de la suspension de l'étalon-or par la Grande-Bretagne, les Pays-Bas et la Suisse ont vu menacé l'étalon-or, ainsi que pendant la durée de la Conférence économique et monétaire de Londres de 1933. On sait qu'à cette époque les Gouverneurs des Banques Centrales des pays du « bloc-or », ainsi que le Président de la Banque des Règlements Internationaux, invité à titre d'obser-

(1) *Troisième Rapport Annuel de la Banque des Règlements internationaux*, 1^{er} avril 1932-31 mars 1933, Bâle, 8 mai 1933, p. 21.

(2) Zolotas, *L'étalon-or en théorie et en pratique*, p. 230.

(3) L'encaisse-or de la Banque de France, qui était de 53,5 milliards de francs à la fin de 1930, s'est élevée au commencement d'août 1931 à 58,5 et 60 milliards les premiers jours d'octobre. Même après l'amélioration des conditions internationales, le courant d'or a continué vers la France.

vateur, se rencontrèrent à la Banque de France, en vue de s'entendre sur des mesures pratiques qui pourraient être prises pour combattre la spéculation sur les changes et protéger leurs monnaies respectives. A la suite de cette réunion, la confiance se raffermirait immédiatement et l'étalon-or put être maintenu dans ces pays sans avoir à prendre de mesures de réglementation des devises.

Mais ceux qui eurent à subir les plus grandes difficultés à la suite de l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne, furent les Etats-Unis d'Amérique. Pendant un certain temps la stabilité du dollar fut discutée et on crut que les Etats-Unis allaient abandonner à leur tour l'étalon-or. Comme on le sait, jusqu'à la crise de la livre sterling, le dollar était considéré comme la meilleure monnaie du monde. Le stock d'or monétaire des Etats-Unis, après avoir accusé, avant septembre 1931, une augmentation formidable, atteignit, au début de septembre, environ 5 milliards de dollars, c'est-à-dire plus de 2/5 du stock monétaire mondial. Mais la chute de la devise anglaise créa une atmosphère de méfiance autour des monnaies précédemment considérées comme invulnérables, et plusieurs banques d'émission européennes se sont empressées de convertir en or leur portefeuille de dollars. Elles avaient subi, notamment la Banque de France (1), des pertes sur leurs avoirs en livres sterling, et la conversion massive en or de leurs réserves en dollars s'expliquait précisément par la crainte que le dollar lui-même ne subît une baisse analogue à celle de la livre sterling. Par ailleurs, la politique d'inflation de crédit

(1) Celle-ci a subi, du fait de la chute de la livre sterling, une perte de près de 3 milliards de francs et qui fut couverte par le Gouvernement français.

pratiquée par les Etats-Unis pour venir au secours de plusieurs établissements en danger, contribuait à provoquer, même chez le public américain, une moindre confiance dans le dollar. L'exode de l'or et la diminution des réserves monétaires prirent de vastes proportions. Au cours des six semaines qui suivirent l'abandon de l'étalon-or par l'Angleterre, plus de 700 millions de dollars furent retirés de New-York. Dans ces conditions, l'attention se porta immédiatement sur le stock d'« or libre » des Banques de Réserve Fédérale (1). Ce stock était tombé à 500 millions de dollars environ après les retraits de septembre et d'octobre 1931. « Au même moment, on apprit que les seuls dépôts de la Banque de France à New-York s'élevaient à plus de 600 millions de dollars et que le total des crédits étrangers à court terme susceptibles de retrait brusque à tout moment atteignait 1.200 millions de dollars. Enfin, la quantité considérable de titres internationaux détenus à l'étranger et susceptibles d'être vendus sur le marché de New-York ajoutait un

(1) La loi monétaire américaine prévoyait un minimum de réserve d'or de 40 p. 100 pour les billets et de 35 p. 100 pour les dépôts, le reste de la circulation billet pouvant être couvert par des effets commerciaux à deux ou trois signatures et qu'on appelle les effets éligibles, c'est-à-dire réescomptables aux Banques fédérales de Réserve. Mais si les Banques de Réserve Fédérale ne détenaient pas de papier éligible en montant suffisant, elles devaient combler le déficit par de l'or. En conséquence, pour calculer le montant d'or libre, il fallait prendre en considération la couverture intégrale et non la proportion de 40 p. 100 prévue pour la réserve. Comme au cours des années 1930 et 1931, le chiffre des effets de commerce éligibles avait beaucoup diminué dans le portefeuille des Banques Fédérales, celles-ci ont été amenées à substituer, peu à peu, dans la couverture des billets en circulation, de l'or aux effets de commerce éligibles, ce qui contribuait à diminuer la réserve libre d'or. D'ailleurs, une nouvelle législation qui était intervenue au début de 1932 avait permis de porter l'« or libre » à près de 1 milliard 500 millions de dollars.

élément impossible d'évaluer » (1). C'est en de telles conjonctures que furent engagés les pourparlers entre représentants des Gouvernements de la France et des Etats-Unis. Ils ont eu pour conclusion une note officielle, publiée le 25 octobre, affirmant que la stabilité monétaire est un « élément essentiel de la restauration de la vie économique normale dans le monde, pour laquelle le maintien de l'étalon-or en France et aux Etats-Unis constitue un facteur de première importance » et qu'on continuerait « à étudier toutes les méthodes susceptibles de conduire à la stabilité des changes ».

Cette affirmation de la nécessité de maintenir l'étalon-or eut pour résultat de ramener un certain calme qui s'est d'ailleurs manifesté vers la fin du mois dans la cote des changes. Au même résultat ont sans doute contribué les négociations poursuivies à New-York par les délégués de la Banque de France avec les dirigeants du Système de Réserve Fédérale.

D'autre part, des mesures techniques ont été prises par les autorités monétaires américaines. La Banque de Réserve Fédérale de New-York a relevé, le 9 octobre, son taux d'escompte de 1 $\frac{1}{2}$ à 2 $\frac{1}{2}$ %, et le 16 octobre l'a porté à 3 $\frac{1}{2}$ %. Les autres Banques de Réserve Fédérale ont agi dans le même sens. Disons également que la Banque de France, d'accord avec le Système de Réserve des Etats-Unis, releva, elle aussi, le 9 octobre, son taux d'escompte de 2 à 2 $\frac{1}{2}$ %, de sorte que pendant cette période toutes les banques d'émission — à quelques rares

(1) James Harvey Rogers, *La nouvelle politique américaine de crédit en fonction du maintien de l'étalon-or*, trad. française. (Dans « Questions monétaires de l'heure présente », p. 104).

exceptions près — ont procédé à des élévations rapides et massives de leurs taux d'escompte (voir l'annexe à ce chapitre, *infra*, p. 169), faisant ainsi appel aux moyens de défense classique pour protéger leurs marchés (1). Dans un grand nombre de cas, les taux ont été portés à des niveaux plus élevés même que ceux de l'année d'effervescence de 1929. « Ces mesures survenant au milieu de la dépression économique, contre laquelle il eût fallu précisément des moyens opposés, ont contribué à prolonger la crise » (2).

Vers la fin d'octobre, l'exportation massive d'or des Etats-Unis fut donc arrêtée et une importation provenant principalement du Japon eut lieu.

Cependant, si le dollar est sorti victorieux de la crise internationale de crédit de 1931, il fut plus tard lui-même détaché de l'or. A ce propos mentionnons seulement qu'en février 1933 commença le *run* du public sur les banques américaines s'étendant d'un Etat à l'autre. Les capitaux étrangers furent retirés et à ces retraits étrangers s'ajouta la fuite des capitaux nationaux, provoquant des transferts d'or en faveur de l'étranger pour un montant de 173 millions de dollars environ. Le 6 mars, le Président Roosevelt décréta la fermeture temporaire des banques dans toute l'Amérique, y compris le centre financier de New-York. Le Président édicta en même temps l'em-

(1) Il est vrai que pendant l'année 1932 on a pu constater généralement, sur tous les grands marchés, une tendance à la baisse des taux de l'argent à court terme. Ainsi le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre a été réduit graduellement et n'était plus que de 2 p. 100 le 30 juin 1932. De même, à deux reprises, en février et en juin 1932, le taux officiel à New-York a pu être réduit de 3 ½ à 2 ½ p. 100, mais le 3 mars 1933 il a été de nouveau porté à 3 ½ p. 100 en raison de la situation bancaire aux Etats-Unis.

(2) Zolotas, *op. cit.*, p. 233.

bargo sur le métal jaune, ce qui était déjà une mesure incompatible avec le maintien de l'étalon-or. Officiellement cependant, ce régime ne fut pas abandonné et, tout en proclamant la non-convertibilité des billets en or, on s'est efforcé de maintenir le cours du change. A cet effet, ont été autorisées de temps en temps des sorties d'or pour le règlement de certaines dettes. Ainsi l'em-bargo sur les sorties d'or n'a pas eu ses conséquences ordinaires, la baisse du dollar étant maintenue dans les limites du gold point.

Les Etats-Unis, après avoir vécu sous ce régime pendant un mois et demi, période au cours de laquelle l'administration hésita sur la voie à suivre, décidèrent brusquement, par une ordonnance d'exécution du Président en date du 20 avril 1933, de cesser des opérations du soutien du dollar en décrétant l'abandon pur et simple de l'étalon-or. Toutefois, l'interdiction d'exporter l'or ne concernait pas l'or placé sous dossier, avant cette date, pour le compte de la Banque des Règlements Internationaux ou pour celui des Banques Centrales.

Il convient d'observer, dès à présent, qu'une pression extérieure comparable à celle qui contreignit en 1931 l'Angleterre à prendre une mesure analogue, ne menaçait pas la stabilité de la monnaie américaine. D'autre part, au mois de mars 1933, les Banques de Réserve Fédérale étaient en mesure de faire face à n'importe quel drainage d'or venant de l'extérieur et de maintenir ainsi le cours du dollar. En conséquence, l'abandon de l'étalon-or par les Etats-Unis, monétairement parlant, ne se justifie pas. Le but de cette décision extrême était cependant tout à fait clair : le Président Roosevelt voulait rendre le dollar « meilleur marché », en d'autres termes, au

moyen de la dépréciation de la monnaie, l'administration américaine se proposait de relever les prix de gros, dont la moyenne avait fléchi depuis le début de la crise de 40 %, à leur niveau de 1926, et de permettre ainsi aux personnes qui avaient des dettes de s'en acquitter avec des dollars à peu près équivalents à ceux qu'ils avaient empruntés. « Je répète, disait encore le Président dans un message adressé le 22 octobre 1933 à la population américaine, ce que j'ai dit en maintes occasions, que toujours depuis mars dernier, la politique déterminée du gouvernement a été de restaurer le niveau des prix des matières premières. Le but a été de rendre possible le paiement des dettes privées et publiques à un niveau des prix plus proche de celui où elles ont été contractées ».

Le Congrès avait autorisé aussitôt le Président à réaliser cette opération et à réduire même, le cas échéant, la valeur-or du dollar dans une proportion allant jusqu'à 50 %. Quelques semaines plus tard le Parlement avait confirmé l'abandon du régime monétaire classique en supprimant la clause-or.

Le dollar fut ainsi détaché de l'or jusqu'au 31 janvier 1934, date à laquelle il a été dévalué et stabilisé légalement. Son contenu métallique est égal à 59,06 % de celui du dollar ancien, ce qui porte à 35 dollars le prix d'achat de l'once d'or fin, et sa parité correspond à un cours du change d'environ 15 fr. 07. Les réserves d'or de l'ensemble des Banques de Réserve Fédérale passent dans la propriété du Trésor. En échange de l'or ainsi cédé au Trésor, les Banques de Réserve reçoivent de nouveaux certificats-or d'un montant correspondant. Les dispositions concernant la couverture ne subirent pas de modifications et les réserves requises (en certificats-or) restèrent, comme dans

le passé, fixées à 35 % pour les dépôts et à 40 % pour les billets effectivement en circulation. D'autre part, les bénéfices comptables de 2 milliards 800 millions de dollars, que procura la revalorisation des réserves d'or, furent remis à la Trésorerie, augmentant ainsi ses disponibilités-espèces. Sur ce chiffre deux milliards ont été réservés pour permettre à un fonds de régularisation des changes d'effectuer des achats et des ventes d'or et de devises, ainsi que des achats d'obligations émises par l'Etat. Le fonds a été constitué pour une période de deux ans à partir du 31 janvier 1934, mais le Président s'est fait octroyer des pouvoirs l'autorisant à prolonger, par décret, cette période d'une nouvelle année si, à son avis, les circonstances le demandaient.

Une caractéristique essentielle du nouveau système est que le dollar devient convertible en lingots et non en pièces et tout l'or sera retiré de la circulation. Cette convertibilité n'existe pas à l'intérieur, mais seulement pour les règlements extérieurs. A cet effet, des dispositions prévoient que les Banques de Réserve Fédérale, pour soutenir le cours du dollar, pourront utiliser l'or en vue de régler les soldes débiteurs envers l'étranger. La convertibilité du dollar même pour les règlements extérieurs n'aura donc à fonctionner que si la devise américaine fléchit au-dessous du pair. Suivant la teneur des règlements en vigueur, l'or ainsi destiné à l'exportation est vendu 35 dollars l'once d'or fin, lorsque le point de sortie de l'or par rapport à une monnaie effectivement régie par le système de l'étalon-or est atteint, et à la condition expresse que cet or soit destiné à une Banque Centrale étrangère. Le Président Roosevelt a déclaré dans un message adressé au Congrès, le 15 janvier 1934, que « tout l'or détenu aux

Etats-Unis devenant la propriété du Gouvernement, le stock d'or tout entier servira de réserve métallique permanente et fixe ; son volume variera seulement dans la mesure nécessitée par le règlement des balances internationales ou dans la mesure qui serait exigée par un accord éventuel à intervenir entre les nations pour une redistribution des réserves mondiales de l'or monétaire ».

Une autre caractéristique que présente le nouveau régime monétaire américain consiste dans le fait que cette stabilisation n'est que temporaire, car le Président s'est réservé la faculté d'abaisser encore la valeur-or du dollar jusqu'à 50 % de ce qu'elle fut autrefois, niveau qui correspondrait à une parité de 12 fr. 76, s'il juge que les intérêts des Etats-Unis l'exigent.

Peu après, le secrétaire du Trésor des Etats-Unis a rappelé que le taux de stabilisation pourra être modifié si l'évolution des prix n'est pas jugée satisfaisante, de sorte que le rétablissement de l'étalon-or aux Etats-Unis ne donne nullement l'assurance qu'un jour le dollar ne subira une nouvelle dévaluation (1).

(1) Au mois de mai 1934, le Président Roosevelt a demandé au Congrès d'accorder au Gouvernement le pouvoir de procéder à des achats d'argent dans la mesure nécessaire pour que la couverture de la monnaie représente un quart de ce métal (et trois quarts d'or). Cependant on n'y précisa pas le délai dans lequel ce plan devrait être mis à exécution.

Il faut souligner que la législation envisagée ne vise point à faire de l'argent un étalon monétaire. Elle ne se propose pas, tout au moins immédiatement, d'instituer le bimétallisme aux Etats-Unis, mais seulement d'autoriser l'Administration à acheter du métal blanc et à l'intégrer aux réserves monétaires.

A vrai dire, le but lointain du Président Roosevelt est bien l'établissement du bimétallisme, puisqu'il fait valoir, dans son message, la nécessité d'un accord international sur l'argent. Mais l'essentiel, en l'occurrence, est justement que le Président Roosevelt estime cet accord indispensable. « Une action concertée de toutes les nations ou au moins d'un large groupe de nations,— dit entre autres le message — est nécessaire pour qu'une mesure permanente des

En somme, la crise monétaire de 1931 a abouti, dans une large mesure, à l'abandon de l'étalon-or. Les Etats-Unis, qui avaient conservé ce système après la crise, s'en sont écartés en 1933 mais ils y sont revenus en avril 1934.

Sous les réserves que nous venons de formuler en ce qui concerne le rétablissement de l'étalon-or dans ce pays, on peut dire qu'à l'heure où nous écrivons ce n'est donc plus qu'en France, en Suisse, en Hollande, en Belgique et aux Etats-Unis que l'étalon-or existe effectivement. Tous les autres pays l'ont en fait abandonné, car le commerce des devises étant soumis à des règlements plus ou moins sévères, l'étalon-or dans ces pays n'existe en réalité que nominativement.

Ces événements ont ainsi partiellement compromis une œuvre de reconstitution monétaire poursuivie avec tant de difficultés à travers les dix années de l'après-guerre ; les mesures de contrôle graduellement supprimées lors du retour à l'étalon-or après 1925 ont réapparu et les systèmes monétaires des différents pays se sont en quelque sorte rétractés, repliés sur eux-mêmes.

En terminant ce paragraphe disons que cette évolution a entraîné l'abandon presque général de l'étalon de change-

valeurs comprenant à la fois l'or et l'argent puisse être établie. » Une telle expérience ne pourrait donc se concevoir que sur la base d'une application à peu près universelle. Or, nous verrons dans la conclusion de cet ouvrage que la majorité des membres de la Délégation de l'or, le Conseil d'Administration de la Banque des Règlements internationaux, ainsi que la Conférence économique et monétaire de Londres de 1933 insistent sur la nécessité d'établir l'or comme étalon international, en sorte qu'on peut dire, avec M. Jenny, qu'une « convention mondiale pour le retour au bimétallisme n'est pas du tout dans le domaine des probabilités » et il est difficile de croire qu'en l'absence de l'accord international les Etats-Unis se risqueront « à s'aventurer seuls dans la voie du bimétallisme » (Frédéric Jenny, *Le Temps financier*, 28 mai 1934).

or par tous les pays qui l'avaient pratiqué pendant la période d'après-guerre (1). Les Banques d'émission de ces pays ont procédé à la liquidation à perte de leurs stocks de devises et, le 30 novembre 1933, les réserves de devises de l'ensemble des Instituts d'émission européens n'étaient plus que de 4 milliards de francs à peine contre près de 48 milliards $\frac{1}{2}$ au début de 1931 (2). C'est ainsi que la liquidation de ce système, au lieu d'être lente et méthodique, comme le souhaitait M. Norman, gouverneur de la Banque d'Angleterre (3), s'est faite d'une façon brusque et violente.

Il faut observer encore que cette nouvelle situation monétaire n'a pas eu pour résultat une inflation monétaire telle que nous l'avons connue pendant la guerre et dans les premières années d'après-guerre, et que les partisans de l'étalon-or et les partisans d'une monnaie fiduciaire « dirigée » n'ont pas manqué de se disputer l'utilité de ces deux systèmes.

§ 2. — *Les conséquences au point de vue économique.*

La stabilité des prix dans les pays qui avaient renoncé à l'étalon-or, contrastant avec la nouvelle baisse des prix-or, n'était qu'apparente, de sorte qu'après l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne, on relève presque partout une aggravation de la crise. « Le coup, dans tous les pays qui avaient suivi la Grande-Bretagne dans son

(1) Voir ci-dessous chapitre III de la présente partie.

(2) Par contre, les banques d'émission du Groupe sterling ont de nouveau compris, dans leur réserve monétaire, des devises, surtout des livres sterling.

(3) Withers, *op. cit.*, p. 290 et 291.

abandon de l'étalon-or, se trouva, en fait, quelque peu amorti, mais comme cette mesure n'était pas universelle et qu'elle avait pour effet immédiat de précipiter une baisse encore plus marquée des prix-or et de concentrer encore davantage la déflation sur les pays à étalon-or, les mesures de restriction introduites pour parer à cette situation provoquèrent une dépression d'autant plus profonde que même les pays qui avaient abandonné l'étalon-or ne purent entièrement échapper à une nouvelle contraction. Au printemps de 1932, l'Europe et le monde, dans son ensemble, gisaient abattus et épuisés par des désastres successifs » (1).

Le mouvement protectionniste, qui s'était déjà déchaîné à la fin de 1930 (2), prit les proportions d'une panique lorsque survint la crise financière de 1931.

Des procédés divers ont été mis en vigueur pour restreindre les échanges internationaux. Parmi ces procédés les uns sont d'ordre monétaire, les autres d'ordre commercial.

Les mesures d'ordre monétaire qui ont été prises, comme nous l'avons dit, par les pays qui voulaient maintenir l'étalon-or en dépit des forces économiques, ont « emprisonné le commerce dans une sorte de camisole de force, ne laissant que peu ou pas de place pour le jeu des forces économiques, mouvements des prix et autres facteurs, qui auraient tendu normalement à rétablir un équilibre » (3). Ces mesures, plus ou moins sévères suivant les pays, ont, d'une façon générale, pour objet de régle-

(1) *La situation économique mondiale 1931-1932*, p. 91.

(2) Déjà en 1930, les Etats-Unis ont élevé le tarif douanier.

(3) *Deuxième Rapport Annuel de la Banque des Règlements internationaux*, 1^{er} avril 1931-31 mars 1932, Bâle, 10 mai 1932, p. 18.

menter l'exportation des capitaux sous forme de devises ou de monnaies nationales. Cette réglementation est confiée à un service spécial des changes, habituellement à la Banque d'émission. Toutes les personnes qui possèdent des devises sont obligées de les vendre à la Banque au cours fixé. Dans la plupart des cas, le contrôle ne consiste plus simplement en une surveillance financière ; en contrôlant l'exportation des devises pour des importations de marchandises, les gouvernements y trouvent un moyen commode d'intervenir dans les relations commerciales en vue de surveiller les importations du pays. En conséquence, les mesures d'ordre monétaire, tout en poursuivant *directement* une autre fin, qui est de maintenir la parité-or à la monnaie nationale, « aboutissent *indirectement* à une protection et à un contingentement ou à une discrimination des importations » (1). Cette constatation se trouve encore confirmée par la conférence que certaines banques centrales européennes, avec l'appui de la Banque des Règlements Internationaux, ont tenu en novembre 1931 à Prague et qui avait pour but d'examiner les problèmes ayant trait à la réglementation du commerce des devises. La conférence constata, en effet, que cette réglementation était devenue un nouvel expédient entre les mains des gouvernements pour réaliser les fins de leur politique commerciale, et, comme telle, elle était en dehors du champ d'action des Banques Centrales.

Quant aux mesures d'ordre commercial, elles ont été appliquées non seulement par des pays qui ont recouru au contrôle des opérations de change, mais aussi par des

(1) Oualid, *Les nouvelles techniques de la politique commerciale*, *Revue d'économie politique*, mars-avril 1933, p. 332.

Etats à étalon-or effectif qui cherchaient à se protéger contre le « dumping » des changes, et même par ceux qui avaient déjà suspendu la convertibilité des billets en or. Nombre de réglementations adoptées par ces derniers Etats constituèrent des mesures de retorsion contre les restrictions douanières d'autres pays.

Les mesures d'ordre commercial limitent des importations comme telles et d'une façon directe. Elles « visent essentiellement, non pas tant à *compenser* une infériorité de la production nationale dans sa concurrence avec l'étranger, qu'à *limiter*, à *restreindre*, voire à *empêcher* les importations et à *encourager* les exportations. Elles participent plutôt d'une quasi-prohibition que d'une protection véritable. Elles s'intègrent dans une politique de contrôle et de direction des échanges » (1). On y trouve le relèvement des tarifs douaniers, le contingentement, les prohibitions des importations, la création de monopoles d'Etat du commerce extérieur, l'établissement de nouveaux droits d'entrée, des surtaxes douanières frappant les produits des pays à change déprécié. Aucun pays ne fut donc à l'abri de ce mouvement.

La Grande-Bretagne elle-même a adopté un tarif douanier élevé en abandonnant ainsi sa tradition libre-échangiste (2). En novembre 1931, le tarif douanier a été élevé dans les Pays-Bas, autre pays traditionnellement libre-

(1) Oualid, *Les nouvelles techniques de la politique commerciale*, *Revue d'économie politique*, mars-avril 1933, p. 332.

(2) Des restrictions et des mesures de contrôle temporaires que la Grande-Bretagne avait adoptées pendant la guerre et qui furent suivies immédiatement après la guerre de « droits de sauvegarde » pour la protection des industries de base, avaient déjà ouvert des brèches dans le système du libre échange, mais la nouvelle orientation de la politique générale en 1931-1932 a été plus radicale et plus complète.

échangiste, et au cours du mois suivant ils ont introduit le système des « contingentements ».

Le commerce international est entravé non seulement par des restrictions venant s'ajouter les unes aux autres, dont l'effet est direct, mais encore par des réglementations qui exigent des formalités à la fois gênantes et coûteuses. Divers pays ont voulu remédier à certains de ces inconvénients en négociant « des accords de compensation » bilatéraux par lesquels on tend à équilibrer les importations et les exportations entre les deux pays intéressés. Mais le commerce international est rarement bilatéral et la substitution aux traités antérieurement en vigueur d'un mécanisme fragile d'accords et de compensation entraîne « la dislocation des relations normales multiples qui se sont établies grâce à de longues années de coopération internationale » (1).

*
* * *

Ainsi la tension financière qui a sévi pendant le dernier semestre de 1931 donna une impulsion nouvelle aux forces, déjà puissantes, qui agissaient dans le sens du relèvement des tarifs douaniers. Elle a déterminé un retour à la politique d'isolement économique et intensifiant la baisse des prix-or sur les marchés mondiaux, a contribué de son côté à prolonger la crise. Par l'abandon de l'étalon-or des écarts se sont établis de nouveau entre les niveaux des prix de divers pays. Les troubles monétaires ont conduit au moratoire des transferts, les accords de prolongation portant sur les contrats de crédit à court

(1) *La situation économique mondiale 1931-1932*, p. 323.

terme (1) ne sont qu'une forme particulière de moratoire.

Les grands pays créanciers, qui avaient réduit auparavant leurs placements étrangers, ont complètement cessé de prêter.

L'abandon de l'étalon-or en 1933 par l'Amérique, qui ne veut plus connaître qu'elle-même, outre qu'il a créé des difficultés supplémentaires pour le maintien de la parité des monnaies d'or dans le monde, a encore contribué au développement du nationalisme économique. Cependant, il est évident que toutes ces interventions et tous ces « obstacles à la liberté économique, quoiqu'ils fournissent une arme de défense temporaire et efficace, n'apportent aucune solution aux problèmes fondamentaux dont, à la longue, ils accentuent, au contraire, la gravité » (2).

Si l'on se réfère à l'étude publiée dernièrement par la Société des Nations, on constate que la paralysie des échanges internationaux n'a cessé de faire de nouveaux progrès à travers le monde. D'après cette étude, en 1933 la quantité totale des marchandises échangées entre les divers pays a baissé, en effet, de 30 % par rapport à 1929. La baisse atteint 50 % si, au lieu de calculer le volume des échanges, on en analyse les prix. La combinaison de ces deux pourcentages (volume et prix) conduit à cette constatation que « la valeur-or du commerce mondial en 1933 est inférieure au tiers de ce qu'elle était en 1929 ».

Comme on le voit, le marasme dont souffre le commerce international est grave et exige un remède des plus urgents.

(1) Au mois de juin 1934, l'Allemagne a étendu également le moratoire extérieur au service des emprunts à long terme.

(2) *Deuxième Rapport Annuel de la Banque des Règlements internationaux*, p. 18.

ANNEXE

Variations des taux d'escompte des Banques Centrales durant la crise de crédit et la crise monétaire de 1931 :

<i>Allemagne</i>		<i>Angleterre</i>		<i>Belgique</i>	
1 ^{er} janvier....	5	1 ^{er} janvier....	3	2 ½	
13 juin.....	7	14 mai.....	2 ½		
16 juillet.....	10	23 juillet.....	3 ½		
1 ^{er} août.....	15	30 juillet.....	4 ½		
12 août.....	10	21 septembre..	6		
2 septembre	8				
<i>France</i>		<i>Pays-Bas</i>		<i>Suède</i>	
1 ^{er} janvier....	2 ½	1 ^{er} janvier. . .	3	1 ^{er} janvier....	3 ½
2 janvier. . .	2	24 janvier... .	2 ½	6 février.....	3
9 octobre ...	2 ½	16 mai.....	2	31 juillet.....	4
		29 septembre..	3	21 septembre..	5
				25 septembre..	6
				28 septembre..	8
				7 octobre	7
				19 octobre	6
<i>Suisse</i>		<i>New-York</i>			
1 ^{er} janvier.....	2 ½	1 ^{er} janvier	2		
22 janvier	2	8 mai...	1 ½		
		9 octobre.....	2 ½		
		15 octobre.....	3 ½		

CHAPITRE II

LE MANQUE DE COOPÉRATION DES BANQUES D'ÉMISSION INVOQUÉ COMME CAUSE DE LA CRISE ÉCONOMIQUE MONDIALE DE 1929

La crise financière de l'été 1931 qui aboutit, comme nous venons de le voir, à l'abandon de l'étalon-or dans une grande majorité des pays, peut être considérée dans une large mesure comme une crise de confiance et nous n'avons pas manqué d'attirer l'attention sur ce point.

Nous avons vu également que l'action concertée des Banques Centrales en vue de sauver l'étalon-or ne fut pas négligeable. En effet, sur un total de 50 milliards de francs suisses représentant les dettes internationales à court terme au début de l'année 1931, il a été payé 5 milliards environ sur le crédit international, principalement sur les crédits ouverts par la Banque des Règlements Internationaux et par les Banques Centrales. Aussi, peut-on dire que l'assistance technique des Banques d'émission pouvait difficilement empêcher l'abandon de l'étalon-or dans le monde. La cause immédiate de cet abandon consista donc dans le manque de confiance qui causa dans certains pays une panique provoquant des retraits massifs d'or et de devises. Comme le manque de confiance dégénérant en panique était presque général, l'effondrement de l'étalon d'or devait se produire inévitablement, d'au-

tant plus que les crédits étrangers à court terme avaient pris des proportions démesurées. « La racine du mal, dit M. Elever, était dans le volume considérable des crédits à court terme. Dans le cas de dettes à long terme, poursuit-il, la balance des paiements est seulement chargée du service annuel de la dette, tandis que, s'il s'agit de crédits qui ont été consentis à court terme, il peut être procédé immédiatement à un retrait de 100 % du capital » (1).

Mais il faut faire remarquer que la disparition complète de la confiance ne faisait qu'accélérer les effets de la dépression universelle qui, par le rétrécissement continu des marchés internationaux conjugué avec la baisse rapide et considérable des prix, avait fini par rendre la situation critique dans les pays qui devaient finalement renoncer au fonctionnement normal de l'étalon-or. « Les causes fondamentales de la situation actuelle, disait le Deuxième Rapport Annuel de la Banque des Règlements Internationaux, ainsi que les remèdes qu'elle peut comporter ont des rapports trop étroits avec l'ensemble du système économique pour que puissent suffire des réformes monétaires immédiates ou un simple retour à des méthodes normales de crédit. La Banque des Règlements Internationaux ayant conscience de la démoralisation croissante et du peu d'effet qu'on pourrait attendre de l'octroi de nouveaux crédits à court terme, s'est vue finalement obligée de répondre par un refus aux nouvelles demandes d'avances qui lui ont été présentées par diverses banques centrales après la chute de la livre sterling ; elle a interrompu ainsi

(1) Elever, *Le contrôle des devises et le maintien nominal de l'étalon-or* (« Questions monétaires de l'heure présente », p. 45).

la politique qui consistait, pour elle, à consentir d'importants et nouveaux crédits aux divers instituts d'émission » (1).

Ainsi la cause fondamentale de l'échec de l'étalon-or se trouve en fin de compte dans la dépression économique qui a suivi l'effondrement boursier en automne 1929.

Comme la dépression économique, elle-même, a été attribuée à la faute des banques d'émission de certains pays qui auraient empêché l'étalon-or de fonctionner dans des conditions normales et par là même contribué à provoquer la dépression économique, partant l'échec de l'étalon-or, nous avons cru nécessaire de lui consacrer ce chapitre.

Il se composera de deux sections : la première traitera des changements récents dans la distribution de l'or par rapport à la crise économique mondiale, et la seconde des causes des importations d'or en France et des mesures prises par l'Institut d'émission français pour ralentir l'afflux du métal car, comme on le sait, c'est surtout la politique française de l'or que les attaques ont visée.

SECTION PREMIÈRE

Les changements récents dans la distribution de l'or et la crise de 1929

Par une méthode au sujet de laquelle il faut faire toutes réserves (2), le professeur Cassel et quelques autres économistes ont évalué l'accroissement normal des transac-

(1) *Deuxième Rapport Annuel de la Banque des Règlements internationaux*, p. 11.

(2) Voir notamment Nogaro, *La question de l'or devant la Société des Nations*, *Revue d'économie politique*, 1931, p. 1 et suiv.

tions dans le monde, ou ce qu'on est convenu d'appeler le progrès économique, à un chiffre de 3 % par an. Pour que les prix puissent se maintenir à un niveau donné, on a déclaré qu'il faut que la production de l'or marche parallèlement au progrès social; en d'autres termes, il faut que l'accroissement du stock d'or monétaire soit également de 3 % par an. Si les quantités d'or monétaire qui s'ajoutent chaque année aux stocks d'or existants, déduction faite des quantités qui sont utilisées dans l'industrie et pour des fins autres que les besoins monétaires, « sont trop importantes par rapport au progrès économique il en résulte une hausse — et si elles sont trop faibles, une baisse — du niveau général des prix-or ou, en d'autres termes, une dépréciation ou une appréciation respectivement du pouvoir d'achat de l'or » (1). D'autre part, si l'augmentation des réserves d'or monétaire s'effectue au même rythme que l'augmentation des transactions, c'est-à-dire si elle est adéquate au chiffre de 3 % qui est censé représenter le progrès économique, il y aura stabilité du niveau général des prix.

Cette affirmation, en ce qui concerne la dépression actuelle des prix-or, semble être contredite par les faits, car depuis 1925 les prix de gros ont commencé à fléchir pour subir une chute brusque depuis la fin de 1929, tandis que depuis 1922 la production annuelle de métal jaune n'a cessé de s'accroître d'année en année. Après avoir atteint son plus haut degré en 1915, où elle était de 470 millions de dollars, elle avait fléchi jusqu'à 319 millions en 1922, mais reprit, en effet, sa marche ascendante en 1923

(1) Sir Henry Strakosch, *Stabilité monétaire et étalon-or*. (Dans « Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'or du Comité financier », p. 17).

pour dépasser légèrement 400 millions de dollars après 1926 (1). Ainsi l'accroissement de la production de l'or depuis 1922, et surtout depuis 1924, étant certain, on peut estimer également qu'il aurait été presque suffisant pour permettre cet apport de 3 %. En outre, il ne faut pas oublier que par la centralisation des stocks d'or dans les réserves des banques centrales (2) les quantités d'or pouvant servir de base à des facilités de crédit se trouvaient accrues, ce qui permettait de maintenir une base monétaire suffisante pour supporter l'édifice du crédit. D'autre part, dans un grand nombre de systèmes bancaires, des avoirs en devises pouvaient servir de couverture à des émissions de billets et à l'octroi de crédits comme nous le montrerons ultérieurement après y avoir déjà fait allusion dans les chapitres précédents. « Avant de poursuivre notre analyse du problème de l'offre d'or, dit la Délégation de l'or, nous désirons indiquer maintenant qu'à notre avis, le stock mondial d'or monétaire, abstraction faite de sa répartition entre les différents pays, a toujours été suffisant ces dernières années (3) pour supporter l'édifice de crédit qu'exigent les légitimes besoins du commerce mondial, et que la baisse rapide des prix qui a commencé en 1929 ne saurait être imputée à une insuffisance quelconque de l'offre d'or ainsi envisagée » (4).

Cependant, bien que la production de l'or eût augmenté

(1) *Rapport Provisoire de la Délégation de l'or* (Appendice I), Genève, 1930, p. 117.

(2) La proportion du stock monétaire qui se trouvait dans les banques d'émission et les trésoreries est de 92 % en 1929 contre 62 % en 1913.

(3) La Délégation vise la période 1925-1929 au cours de laquelle les facilités de crédit se sont considérablement accrues.

(4) *Rapport de la Délégation de l'or*, Genève, 1932, p. 33, paragraphe 109.

et que la base de l'édifice du crédit fût plus large après la guerre, les prix, au lieu de se maintenir tout au moins à leur niveau de 1925, par exemple, allaient lentement fléchir, comme nous venons de le dire, depuis 1925, puis s'effondrer à partir de 1929 ; et l'on s'accorde à considérer que leur baisse n'est pas simplement cyclique mais paraît présenter un caractère de baisse durable à laquelle la crise cyclique est venue surajouter.

* * *

Cette baisse des prix-or depuis 1925, coïncidant avec l'accroissement de la production de l'or, devait embarrasser les partisans de la théorie quantitative internationale basée sur l'or (1), mais ils n'ont pas désarmé pour autant. Si la quantité de l'or prise *in globo* paraît avoir été suffisante et si, par conséquent, sous cette forme, l'or ne pouvait être la cause de la baisse mondiale des prix, cela ne veut pas dire que l'or lui-même ne se trouve à la source de cette baisse. C'est ici qu'on a fait intervenir l'inégale répartition de l'or dans le monde qui aurait provoqué l'insuffisance relative du stock d'or, ou tout au moins l'insuffisance de son efficacité et par là déclenché la baisse générale des prix, cause de la crise mondiale.

D'après cette nouvelle théorie, dont le représentant le plus en vue est un auteur anglais, Sir Henry Strakosch, la pénurie d'or dans certains pays a mis leurs banques d'émission dans l'impossibilité de créer une quantité de crédit suffisante, tandis que l'or en surabondance dans

(1) Sur l'évolution doctrinale concernant l'or et les théories quantitatives de la monnaie, V. Aftalion, *L'or et sa distribution mondiale*, p. 152 et suiv.

les autres pays n'a pas été utilisé autant qu'il aurait pu et qu'il aurait dû, soit à cause des déféctuosités de l'organisation bancaire de ces pays, soit à cause de la volonté de leurs banques d'émission, et c'est par le jeu de ce mécanisme que le niveau général des prix dans le monde se serait trouvé affecté par l'inégale répartition de l'or. Le stock du métal jaune finalement détenu par les Etats-Unis, l'Argentine et depuis le commencement de 1928 par la France, et non utilisé, a été considéré par M. Strakosch comme immobilisé et, par conséquent, n'a joué aucun rôle au point de vue monétaire. « L'or qui afflue dans les réserves de ces Etats, disait-il, n'est pas utilisé pour développer le système monétaire ou le système de crédit et, par conséquent, ne joue pas son rôle au point de vue monétaire. La collectivité des pays à étalon-or se trouve donc privée, jusqu'à concurrence du montant de cet or inutilisé, de la monnaie et du crédit dont elle a besoin pour échanger sa production croissante » (1). Par conséquent, le stock d'or inutilisé de ces Etats cet auteur le soustrait de l'apport annuel d'or monétaire lorsqu'il compare le chiffre de cet apport à l'accroissement de 3 % du stock mondial, c'est-à-dire au pourcentage qu'on croit correspondre à l'accroissement des transactions dans le monde. Il en arrive de cette façon à déduire « le déficit monétaire » de chacune des années précédant la crise. Ce déficit est évalué à 56,5 % en 1924, à 72,6 % en 1925, à 20,3 % en 1926, à 17 % en 1927, à 13,4 % en 1928 et à 121 % en 1929 (2).

(1) Sir Henry Strakosch, *Conséquences économiques des changements de valeur de l'or* (Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'or du Comité financier, p. 24).

(2) *Idem* (Annexe c), p. 34.

Comme on le voit, l'insuffisance d'or monétaire par rapport à l'augmentation des besoins était assez faible entre 1926 et 1928 et, par conséquent, la baisse des prix des marchandises a été, elle aussi, légère pendant cette période. Mais le déficit s'aggrave soudainement et considérablement en 1929. Les Etats-Unis et la France ont absorbé non seulement la totalité de l'or nouveau disponible pour les besoins monétaires en 1929, mais ils sont encore parvenus à diminuer les réserves d'un certain nombre d'autres pays à étalon d'or de 14 millions de livres sterling, compte tenu d'une somme de 36 millions de livres sterling libérés par l'Argentine. Pour les besoins de sa thèse, M. Strakosch montre encore que la quantité d'or détenue par les banques centrales et les trésoreries s'était élevée fin 1929, par tête d'habitant, à 3,3 livres en Grande-Bretagne contre 6,7 aux Etats-Unis et 8 en France.

Toutes ces « considérations suffisent, concluait-il, à expliquer la débâcle du niveau général des prix des marchandises en 1929 ou au commencement de 1930 » (1).

Ainsi, trouvant que l'origine de la dépression économique résidait dans une mauvaise distribution et une stérilisation partielle des réserves mondiales de métal jaune, Sir Henry Strakosch incrimine finalement la politique de la Banque Fédérale de Réserve américaine et de la Banque de France, politique qui n'a pas utilisé l'augmentation des réserves d'or. Ces deux banques ont limité arbitrairement l'étendue du crédit qu'elles auraient pu faire si elles savaient mieux s'en servir (2).

(1) *Idem*, p. 25.

(2) La Délégation de l'or du Comité financier de la Société des Nations s'est abstenue de se prononcer ouvertement sur cette question. Cependant, il semble qu'elle accepte implicitement les

Comme la baisse mondiale des prix est allée en s'aggravant après 1929, cette aggravation, partant la persistance de la crise dans le temps, aurait été encore le résultat d'une politique maladroite pratiquée par la Banque de France.

* * *

Selon cette théorie le simple fait de l'accroissement dans les quantités d'or extraites des mines ne suffit pas pour que soit maintenu le niveau des prix. L'influence du métal jaune sur les prix s'exercerait par les quantités de moyens de paiement dont il autorise la création. Comme les moyens de paiements aux Etats-Unis et en France n'avaient pas été multipliés dans la mesure autorisée par les quantités de métal jaune, c'est que l'or y était stérilisé, si bien que sa production n'a pas pu maintenir les prix mondiaux et ceux-ci ont dû fléchir. Les trois cinquièmes du stock monétaire d'or existant ayant été accaparés par les Etats-Unis et par la France, le reste du monde a souffert d'une disette d'or qui a conduit à l'avalissement des prix. Autrement dit, la pénurie d'or a provoqué un fléchissement des prix dans certains pays

conclusions auxquelles est arrivé Sir Henry Strakosch. Nous nous croyons autorisé à le déduire en nous basant sur ses rapports antérieurs, notamment sur le Deuxième Rapport Prévisionnel de 1931 (p. 7) où on peut lire que « la suffisance ou l'insuffisance de l'or pour servir de base à l'édifice du crédit et des prix, dans les pays à étalon d'or, doit dépendre non seulement de la quantité totale de l'or disponible pour les besoins monétaires, mais aussi de la manière dont les stocks monétaires sont à tout moment répartis entre les différents centres. La répartition de l'or est donc l'un des facteurs exerçant une influence sur le pouvoir d'achat de la monnaie ». Ce point de vue semble être confirmé également par le Rapport final de la Délégation où le terme « abstraction faite de sa répartition entre les différents pays », que nous avons reproduit plus haut, a attiré notre attention.

et, par suite, un fléchissement des prix mondiaux. Par contre, l'excès d'or aux Etats-Unis et en France n'a pas déterminé une hausse des prix dans ces deux pays et, par suite, une hausse des prix mondiaux, permettant une compensation, parce que l'or était partiellement stérilisé en France et aux Etats-Unis (1). La politique restrictive des banques centrales de ces deux pays, faussant le mécanisme classique, serait responsable à la fois de la baisse des prix et du déséquilibre de l'or dans le monde. « Si on avait laissé les importations d'or, dit M. Zolotas, exercer partout leurs effets, on aurait eu une augmentation générale de la circulation monétaire et une hausse du niveau général des prix qui, parallèlement à la baisse des prix des pays exportateurs d'or, aurait mis fin à l'afflux du métal précieux. Or, dans la réalité, c'est le contraire qui a eu lieu » (2).

*
* * *

Cette explication de la crise économique mondiale de 1929 par l'inégale répartition de l'or traduite par la stérilisation de ce métal, partant une insuffisance de crédit, ne paraît pas justifiée. En premier lieu, la débâcle des prix à la fin de 1929 s'est d'abord produite aux Etats-Unis, pays riche en or. « Le dernier krach de New-York, écrit M. Ansiaux, a éclaté à un moment où l'or abondait sur la place. La spéculation folle dont elle était le théâtre avait même concouru à l'y faire affluer » (3). Dès lors,

(1) Quand la crise a éclaté, l'encaisse des Banques Fédérales de Réserve américaines s'élevait à plus de 73 p. 100.

(2) Zolotas, *op. cit.*, p. 204.

(3) Ansiaux, *L'inflation du crédit et la prévention des crises*, p. 16 et 17.

il semble paradoxal d'expliquer la crise par un défaut d'or là où l'or se trouvait précisément surabondant. En second lieu, si la crise tenait à l'inégale distribution de l'or elle aurait dû éclater dès le début de l'afflut de l'or aux Etats-Unis, c'est-à-dire depuis 1921-1922. « Les débuts de la crise, disait M. Germain-Martin, furent constatés aux Etats-Unis où les réserves de métal précieux de l'Amérique étaient supérieures aux besoins de crédits. La crise s'est ensuite propagée en Europe. La répartition de l'or n'aurait donc joué aucun rôle déterminant dans la crise des affaires » (1).

Pour prouver l'exactitude de sa théorie, Strakosch compare avec le mouvement des prix, non pas les moyens de paiements : billets, dépôts à vue, mais simplement l'insuffisance de l'or due à son inégale répartition. Cependant, d'après la théorie c'est par l'intermédiaire d'un insuffisant accroissement dans le monde des moyens de paiements que l'inégale répartition de l'or détermine la baisse des prix. Par conséquent, si les moyens de paiement : billets, dépôts à vue, ont accusé une augmentation de 3 % qu'on déclare nécessaire au maintien des prix, on sera en droit de dire que l'argumentation de la nouvelle théorie tombe d'elle-même. Or, d'après des tableaux présentés par M. Loveday dans l'annexe XIII au Premier Rapport de la Délégation de l'or et dans lesquels il s'efforce d'établir l'augmentation de la circulation monétaire calculée entre 1913 et 1928, il ressort que pour les années 1923 à 1928 l'augmentation dans le total mondial des billets et des dépôts a dépassé même le chiffre de 4 %

(1) Germain-Martin, *La circulation internationale des capitaux*, Paris, 1931, p. 11.

en dépit de la mauvaise répartition de l'or, en sorte que l'accroissement global des moyens de paiements a été plus que proportionnel à celui du stock d'or.

En outre, la théorie de la répartition défectueuse de l'or semble oublier que l'utilisation des dépôts en banque, qui permet d'opérer tant de règlements par virements, est de nature à suppléer à l'insuffisance de la monnaie réelle. Ce mode de règlements a pris de nos jours de très grandes proportions, surtout dans les pays anglo-saxons (1). C'est pourquoi le doyen Allix dira avec raison que « la monnaie que le matérialisme grossier des économistes classiques identifiait plus ou moins avec le lingot d'or frappé, se spiritualise de plus en plus ; elle s'est déjà évadée de sa gangue métallique dans la circulation intérieure de la plupart des pays ; de plus en plus elle se présente à nous sous son véritable usage qui est celui de la monnaie de compte » (2). Cette évolution, en économisant la monnaie, permet l'accroissement des moyens de paiement.

D'autre part, il faut prendre en considération la vitesse de la circulation monétaire. « Cette question de la « rapidité de la circulation » est une de celles dont il nous faut tenir compte, avant d'attribuer à l'influence du volume de la monnaie sur les prix une importance trop absolue » (3). De plus, la vitesse de la circulation n'est pas constante,

(1) De 80 à 85 pour cent de tous les paiements et plus de 90 pour cent des paiements dans le commerce de gros ont été effectués aux Etats-Unis, en 1909, au moyen de chèques, et on estime qu'à l'heure actuelle plus de 90 pour cent de tous les paiements sont réglés de cette manière (V. Bouniatian, *Les crises économiques*, deuxième édition française, Paris, 1930, p. 191, et *Crédit et conjoncture*, du même auteur, Paris, 1933, p. 6).

(2) Discours prononcé à l'issue de la conférence faite par M. Louis Pommery, le 19 février 1932 (dans *Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, Félix Alcan, Paris, 1932, p. 120).

(3) Withers, *op. cit.*, p. 264.

mais varie considérablement selon la demande, de sorte que l'augmentation du volume des échanges peut être compensée par la rapidité de circulation de la monnaie. Dès lors, en admettant même que l'inégale répartition de l'or ait pu provoquer une restriction de la circulation monétaire dans le monde, étant donné l'accélération de la vitesse de la circulation susceptible de suppléer à cette restriction des quantités de monnaie, la chute des prix n'aurait pas été inévitable. « Sans doute, écrit le professeur Lescure, une période d'essor commande une extension de la circulation monétaire. Mais son élasticité est suffisante pour pourvoir à tout » (1).

*
* *
*

Si nous examinons maintenant le reproche de stérilisation même adressé aux Etats-Unis et à la France, on peut dire aussi qu'il était exagéré.

En ce qui concerne d'abord les Etats-Unis, nous avons vu, dans le premier chapitre de la première partie, que de 1914 jusqu'en 1925 l'afflux d'or a continué aux Etats-Unis avec une seule interruption brève pendant l'année 1919. En traitant de la répartition de l'or après la stabilisation monétaire en Europe, nous avons constaté des sorties d'or des Etats-Unis en 1925. Après cette date, l'or a continué de nouveau à se diriger vers les Etats-Unis d'Amérique. Ce n'est que durant la période comprise entre le milieu de 1927 et le milieu de 1928 que furent enregistrées d'importantes sorties d'or américain auxquelles les Banques Fédérales de Réserve ne firent aucune opposition.

(1) Lescure, *Des crises générales et périodiques de surproduction*, quatrième édition, Paris, 1932, tome deuxième, p. 392.

Depuis 1929, le mouvement est de nouveau renversé au profit des Etats-Unis.

De l'étude de la politique de l'or des Banques Fédérales de Réserve jusqu'en 1925 que nous avons faite en parlant de la situation monétaire dans les premières années de l'après-guerre, il ressort qu'une grande masse d'or inutilisée existait aux Etats-Unis. Après cette date, et malgré les sorties d'or, la marge de couverture de la circulation monétaire dans ce Pays est restée toujours considérable. Par conséquent, si l'on prend en considération l'usage que les Banques Fédérales de Réserve auraient pu faire de l'or d'après la loi, on peut dire qu'une certaine stérilisation de l'or aux Etats-Unis a eu lieu, mais une « stérilisation réelle, inutilisation de l'or, assurément non » (1). Nous dirons, au contraire, dans le chapitre suivant que les Etats-Unis ont pratiqué une inflation monétaire sérieuse qui a exercé une influence certaine sur la surproduction dont l'aboutissement a été la crise de 1929. Pour l'instant constatons que le gain net en or de ce pays, de 1914 à la fin de 1929, a été environ de 2 milliards et demi de dollars et l'accroissement du crédit bancaire de 37 milliards et demi, soit 15 dollars et demi de crédit nouveau pour chaque dollar d'or neuf. « Quel que soit le nom donné à cette opération, disait un banquier anglais, ce n'est pas de la stérilisation » (2).

Pour ce qui est de la France, on constate d'abord que les deux années qui ont suivi la sabibilisation de fait du franc ont été marquées par une prospérité générale qui

(1) Aftalion, *L'or et sa distribution mondiale*, p. 19.

(2) Cité par Louis Baudin, *Les facteurs de dépression d'après les banquiers anglais*, *Revue d'économie politique*, 1931, p. 77.

a beaucoup accru les demandes de crédit adressées à la Banque de France et auxquelles celle-ci n'a pas hésité à répondre. Son encaisse-or a augmenté entre juin 1927 et juin 1929 de 9 milliards 338 millions de francs. Pendant la même période, le portefeuille et les avances de la Banque se sont accrus de 5 milliards 916 millions de francs. « Ainsi l'utilisation productive de l'or sous forme d'escompte et d'avances par l'Institut d'émission est hors de doute », disait M. François Perroux (1).

Depuis 1929 les demandes de crédit ont cessé et, par conséquent, le portefeuille et les avances de la Banque retombent de 10 milliards 443 millions à 7 milliards 832 millions de francs le 17 octobre 1930, alors qu'en même temps s'accroît son encaisse sous l'influence de causes que nous préciserons plus loin. Ainsi le potentiel de crédit que représentait l'encaisse-or n'a pas été utilisé. Seulement la faute en est, non pas à la Banque de France, mais à la situation du commerce et de l'industrie qui, atteints par la dépression économique générale, n'ont fait appel au crédit que sur une très faible échelle. En d'autres termes, lorsqu'un afflux du métal jaune se produit en période de dépression économique « la banque centrale se trouve hors d'état d'augmenter son crédit, quelque accroissement que son encaisse puisse subir dans le même temps. La raison en est simple : une banque d'émission se borne normalement à répondre aux demandes de crédit qui viennent à elle ; en période de dépression, ces demandes ne se produisent pas » (2).

(1) François Perroux, *L'or et la politique de la Banque de France*, *Revue économique internationale*, septembre 1931, p. 467.

(2) Rist, *La question de l'or*, *Revue d'économie politique*, 1930, p. 1493.

La banque émettrice subit donc et ne provoque pas les demandes de crédit. Celles-ci lui viennent des banques du premier degré qui sont plus en contact avec les usagers du crédit. Mais les banques du premier degré ne sont pas non plus toutes puissantes pour augmenter les crédits, car finalement c'est des hommes d'affaires que doivent venir les demandes de crédit. A leur tour les hommes d'affaires ne seront disposés à solliciter des crédits que si la conjoncture leur paraît favorable. « Or, il y a, dans les affaires, des moments de si grande dépression que les emprunteurs hésiteraient à prendre un argent qu'on leur offrirait pour rien » (1).

Si on remonte au passé, on constate que les conditions analogues ont créé une situation analogue. Pendant la période de 1890 à 1895 la Banque d'Angleterre a vu son encaisse-or passer de 29 millions de livres sterling à 42 millions, tandis que son portefeuille tombait de 23 millions de livres en 1890 à 22 millions en 1895. L'encaisse-or et le portefeuille de la Banque de France ont accusé la même tendance. De même, dans les premiers mois de 1895, l'encaisse de la Reichsbank était de 50 à 100 millions de marks supérieure à la circulation. Durant cette période et, par suite de la crise de dépression, l'or provenant soit de la circulation, soit des mines d'or du Transvaal qui avaient commencé à être exploitées en 1890, s'est accumulé dans les Banques Centrales. Le même phénomène s'est produit dans la dépression actuelle. « C'est la hausse des prix qui provoque l'extension de la circulation et non l'inverse. C'est la baisse des prix, c'est la crise et la dépression qui provoquent sa contraction, et non l'in-

(1) Withers, *op. cit.*, p. 267.

verse » (1). Ainsi la crise qui a éclaté à la fin de 1929 a enregistré les conséquences de toute crise dans le domaine du crédit.

*
* * *

Quant à la critique portant sur la hausse du taux de l'escompte décidée vers le milieu de 1928 par les Banques Fédérales de Réserve américaines, nous la trouvons également mal fondée.

On a déjà fait remarquer, dans un chapitre précédent, que les autorités bancaires américaines s'efforcèrent par la hausse du taux de l'escompte d'arrêter l'afflux du crédit dans le marché des valeurs. En outre, elles vendirent des titres d'Etat dans le dessein de réduire les ressources du marché. Nous avons vu que leur tentative resta sans succès. Les crédits bancaires, venant à manquer, ont été remplacés par des crédits venant de toutes parts directement des capitalistes et les cours des actions n'ont cessé de monter. Nous avons vu également qu'une des conséquences les plus fâcheuses de cette politique fut l'afflux d'or vers les Etats-Unis qui força finalement la Banque d'Angleterre à élever son taux d'escompte à 6 ½ %. La plupart des autres banques centrales en Europe avaient suivi l'exemple de la Banque d'Angleterre et porté leurs taux d'escompte à des niveaux encore plus élevés (Voir tableau, *supra*, p. 113 et 114).

L'attitude des Banques Fédérales de Réserve américaines a été vivement critiquée. Les uns ont reproché aux Banques Fédérales, d'une part, d'avoir trop attendu pour recourir à l'élévation du taux de l'escompte et, d'autre

(1) Lescure, *Des crises générales et périodes de surproduction*, p. 393. — Voir aussi Rist : *La déflation en pratique*.

part, de n'avoir pas persévéré dans la vente des titres (1). Ils ont déclaré que, par conséquent, l'action tardive de ces Banques et le revirement dans leur politique d'intervention sur le marché des titres étaient responsables de la débâcle boursière et de la dépression qui a suivi cette débâcle. Les autres, au contraire, sont allés jusqu'à dire que sans la hausse du taux de l'escompte et la vente des titres d'Etat par les Banques Fédérales, suivies de relèvements de taux par les Banques d'émission européennes, la baisse des prix ne se serait pas produite. « Deux conceptions de la doctrine de la monnaie dirigée existent, écrit le professeur Aftalion, dont l'une a conduit à accuser les banques d'émission américaines d'être responsables de la crise, à cause d'une insuffisante déflation, et l'autre à cause d'un excès de déflation... Insuffisance de déflation prétendent les premiers. Excès de déflation s'écrient les seconds » (2).

C'est ainsi qu'on ne sait plus au juste de quel côté se trouve la vérité. Pour notre part, et quoiqu'en dise le professeur Cassel, le devoir des autorités des Banques Fédérales de Réserve qui étaient responsables du maintien des conditions normales de crédit dans leur pays, était de donner un avertissement à la spéculation. Si cet avertissement n'a pas été écouté, c'est que la majoration

(1) La politique restrictive des Banques de Réserve Fédérale avait subi, principalement vers le milieu de 1928 et 1929, une atténuation. Tout en poursuivant la majoration du taux de l'escompte en vue de combattre les excès boursiers, les Banques Fédérales de Réserve ont augmenté, par des achats de titres et d'acceptations, la masse des moyens de paiement destinés au marché des marchandises, afin de maintenir sur ce marché un mouvement des affaires qui ne leur paraissait pas exagéré.

(2) Aftalion, *La présente crise mondiale et les deux conceptions de la monnaie dirigée*, *Le Capital*, édition économique, 8 octobre 1930.

du taux de l'intérêt n'avait que peu d'importance par rapport aux perspectives qu'offrait la plus-value du capital. « La confiance dans la hausse des cours avait fini par être si ferme que les spéculateurs ne se préoccupaient nullement du taux de l'intérêt sur les avances des banques boursières. Ils avaient dans la hausse des cours une foi inébranlable et les taux de l'intérêt n'avaient pour eux aucune importance » (1).

Pour la même raison nous croyons que l'action des Banques Fédérales de Réserve, si elle avait été entreprise plus tôt, n'aurait pas modifié sensiblement la situation (2) et nous verrons dans le chapitre suivant qu'il faut chercher ailleurs l'erreur de ces Banques.

Cependant, nous reconnaissons volontiers que le ralentissement des emprunts étrangers qui se manifesta vers le milieu de 1928 a augmenté la difficulté des paiements extérieurs pour les pays débiteurs. « La hausse des cours des titres, dit le professeur Gregory, a eu pour principal résultat de restreindre les emprunts à long terme consentis à l'Europe par l'Amérique et d'augmenter en même temps le volume des capitaux européens qui cherchaient un placement temporaire en titres américains » (3). Il faut ajouter également que pendant cette période l'or attiré aux Etats-Unis par les taux d'intérêt élevés et reçu par les banques membres du Système de la Réserve, mit ces

(1) George E. Roberts, *Les facteurs généraux de la crise américaine en 1929*, *L'Europe nouvelle*, 18 avril 1931, p. 533.

(2) De la même façon on pourrait répondre à ceux qui ont soutenu que l'élévation à 6 ½ p. 100 du taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre, en septembre 1929, a été la cause de la débâcle boursière en Amérique. « La spéculation renferme en elle-même les causes de sa ruine ». (Bouniatian, *Les crises économiques*, p. 101).

(3) Gregory, *op. cit.*, p. 26.

dernières en mesure d'augmenter considérablement leurs avances, sans avoir recours aux crédits des Banques de Réserve (1). Cet or contribuait ainsi pour sa part à augmenter encore davantage les ressources que la spéculation boursière tirait de toutes parts pour son propre financement. Enfin, il faut reconnaître que d'une façon générale les événements qui se sont produits au cours de l'année 1929 sur les marchés monétaires ne ressemblaient pas beaucoup à la coopération (2).

Cette réserve faite, il est difficile d'admettre que la hausse des taux d'escompte détermina la baisse des prix, car la détente monétaire qui s'est produite sur les principales places mondiales aussitôt après la débâcle boursière en Amérique (voir tableau, *supra*, p. 131), n'a pas arrêté les prix dans leur marche vers la baisse. D'ailleurs, il ne faut pas exagérer l'influence directe d'un taux de réescompte élevé et attribuer à ce taux « une importance qu'il n'a pas. Le coût des matières premières, le taux des salaires ont une influence plus décisive sur la prospérité économique d'une industrie ou d'un commerce » (3). Malgré la hausse progressive du taux de l'escompte aux Etats-Unis depuis le début de 1928, le volume total des affaires fut considérable pendant toute la seconde moitié de 1928 et augmenta encore dans la première

(1) L'utilisation des crédits de la Réserve Fédérale n'a pas été, en moyenne, plus grande en 1929 qu'en 1928.

(2) Alors que les Banques Fédérales de Réserve s'efforçaient de mettre un frein à la spéculation boursière par l'élévation du taux d'escompte, les Banques d'émission européennes régies par l'étalon de change-or augmentèrent, en dix mois, les achats d'acceptations américaines de 200 millions de dollars, en entravant ainsi, dans cette proportion, la politique des Banques Fédérales et alimentant la spéculation à la Bourse.

(3) Lescure, *Des crises générales et périodiques de surproduction*, p. 386.

moitié de 1929. Suivant les indices de production établis par le Département du Commerce le point maximum depuis la guerre fut atteint en juin 1929.

« En réalité, disait le professeur Aftalion, ni le déséquilibre dans la répartition de l'or, ni les variations du volume de crédit ou du taux de l'escompte ne portent la responsabilité de la crise, laquelle résulte de la surproduction de marchandises. C'est pourquoi la crise a sévi aux Etats-Unis en dépit de leur riche trésor métallique. C'est pourquoi persiste si longtemps le marasme industriel dans le monde en dépit du faible taux de l'escompte, de l'abondance des disponibilités monétaires constatées partout peu de temps après que la crise a éclaté » (1).

SECTION II

L'afflux de l'or en France

C'est surtout la Banque de France qui a été mise en cause par les controverses soulevées à propos des rapports entre la dépression des prix de 1929-30 et la mauvaise répartition de l'or dans le monde. Lorsqu'il s'agissait d'expliquer la baisse des prix par la stérilisation de l'or, on critiquait à la fois les Banques Fédérales de Réserve américaines et la Banque de France. Par contre, lorsqu'on critiquait l'accumulation volontaire de l'or par certaines banques d'émission au delà des besoins de leur économie, les critiques visaient surtout la Banque de France. Ainsi l'Institut d'émission français s'est vu reprocher non seulement d'avoir stérilisé l'or, mais aussi de l'avoir accumulé intentionnellement, de l'avoir accaparé.

(1) Aftalion, *L'or et sa distribution mondiale*, p. 170.

Dans la section précédente nous avons vu quelle était sa responsabilité dans la « stérilisation » de l'or. Il convient maintenant de nous arrêter sur le fait même de l'augmentation qu'ont subie jusqu'à la crise internationale de crédit de 1931 les réserves d'or de la Banque de France et de voir ainsi si la volonté délibérée de la Banque y était pour quelque chose.

*L'état des réserves-or de la Banque de France à la fin de
chaque année
(en millions de francs).*

1927.	18.126
1928.	31.838
1929.	41.668
1930.	53.578
1931.	68.863

§ 1. — *Les causes de l'afflux de l'or en France jusqu'à la
crise internationale de crédit de 1931*

Nous avons vu dans le troisième chapitre de la première partie que pendant la stabilisation de fait du franc, la Banque de France a transformé directement en or une fraction de son portefeuille de devises étrangères. Nous avons vu également qu'à côté du désir de constituer l'encaisse qu'elle jugeait convenable eu égard à ses engagements, la Banque de France tendait par cette transformation de devises en or à amener une déflation correspondante dans les pays concessionnaires d'or, et qu'en agissant de la sorte elle ne faisait qu'une anticipation du libre jeu du *Gold Standard*, car, si l'arbitrage avait pu

jouer et étant donné la balance française des comptes extrêmement favorable pendant cette période, le franc aurait haussé jusqu'au *gold point* d'entrée. Le change favorable du franc aurait fait établir un courant d'importation de métal sur une échelle beaucoup plus grande, car la Banque n'a transformé en or qu'une faible partie de son stock métallique (1).

Après la stabilisation légale, la Banque de France a encore transformé en or une partie de son portefeuille de devises dont le montant a fléchi de 36 milliards 300 millions de francs le 25 juin 1928 à 26 milliards 272 millions le 31 mai 1929. Son encaisse métallique est passée dans le même temps de 28 milliards 395 millions à 36 milliards 596 millions de francs. Mais cette fois elle poursuivait l'accroissement de son encaisse-or dans le seul but de satisfaire aux « *exigences légales* et avec la seule arrière-pensée de pouvoir plus tard laisser *librement sortir l'or* si les circonstances l'exigeaient, sans que sa couverture légale fût menacée, et sans que l'opinion publique s'alarmât » (2). Il est vrai qu'au 25 juin 1928 le pourcentage de couverture s'élevait à 40,45 %, alors que la loi de stabilisation imposait à la Banque de maintenir une encaisse

(1) C'est ici qu'on peut parler du manque de coopération des banques d'émission, car l'or acheté aux Etats-Unis par la Banque de France et laissé à New-York comme l'or « *earmarked* » ou même exporté vers la France, a été remplacé pour un montant exactement équivalent par des titres que la Banque Fédérale de Réserve a achetés sur le marché de New-York dans le but de restituer au marché des dollars qui lui étaient enlevés par des achats d'or de la Banque de France. « *Systématiquement, les Banques Fédérales de Réserve ont combattu cette politique, que la Banque de France essayait de faire pour rapprocher la situation artificielle de la situation normale* » (Rist, *Cours de Doctorat*, 1931-1932, p. 157).

(2) Rist, *La question de l'or*, *Revue d'économie politique*, 1930, p. 1500.

d'or représentant au moins 35 % de ses engagements (billets et comptes courants créditeurs). Pourtant le fait, pour la Banque, d'absorber des devises en report devait avoir nécessairement pour résultat d'accroître les billets ou les crédits et, par suite, de tendre à diminuer ce pourcentage de 40,45 %. D'ailleurs, faisons remarquer que ces achats d'or sur le marché de Londres ont été effectués avec le consentement de la Banque d'Angleterre (1).

Ainsi pendant la période allant de 1927 au milieu de 1929 les importations françaises d'or ont été dues principalement à l'action de la Banque de France soit dans le but d'éviter une inflation mondiale de crédit, soit de reconstituer le stock d'or possédé par la France avant la guerre. Cette politique tendait, on l'a vu, à un meilleur équilibre dans la distribution mondiale de l'or et, sous cette forme, était soutenue et facilitée par les autorités du Système de la Réserve Fédérale. Mais elle n'en a pas moins engendré l'idée, notamment en Angleterre, que par une politique systématique un institut d'émission peut s'attirer de l'or.

A partir du milieu de 1929 la Banque de France cessa ses acquisitions d'or sur les marchés étrangers, estimant que le stock d'or détenu avant la guerre par la France était reconstitué. Cependant au lieu des exportations d'or qu'on avait espérées ce furent des importations qui se sont produites. Celles-ci ont été faites, non par la Banque de France, mais par les banques privées françaises qui s'étaient constitué, grâce aux excédents de la balance française des comptes, et à défaut d'investissements à long

(2) Pierre Coste, *Les grands marchés financiers*. Paris, Londres, New-York, p. 176.

terme, un portefeuille considérable de devises étrangères. Autrement dit, le public français, par suite de la méfiance, n'ayant pas investi à long terme son épargne au rythme d'avant-guerre, les excédents de la balance des comptes ont été réalisés par des importations d'or, elles-mêmes déterminées par des facteurs divers.

Le principal de ces facteurs a consisté sans doute dans le fait que les taux d'intérêt de l'argent à court terme pratiqués dans les grands pays étrangers ont eu tendance à se rapprocher, durant l'année 1930, des taux bas déjà appliqués en France, ainsi qu'en témoignent les variations des taux officiels d'escompte des banques d'émission au cours de ladite année :

Paris.....	3 ½ % ; 3 %.
Londres	4 ½ % ; 3 ½ % ; 3 %.
New-York ..	7 % ; 6 ½ % ; 6 % ; 5 ½ % ; 5 % ; 4 ½ % ; 4 % ; 5 %.
Berlin.	7 ½ % ; 7 % ; 6 ½ % ; 6 % ; 5 ½ % ; 5 %.
Vienne	3 ½ % ; 3 %.
Suisse	3 ½ % ; 3 % ; 2 ½ %.
Hollande....	4 ½ % ; 3 ½ % ; 3 % (1).

En même temps que cette modification dans la rémunération tendait à éloigner les capitaux français de New-York et de Londres, un ensemble complexe de circonstances qui toutes concouraient à des besoins accrus de francs, les attirait sur le marché national. D'abord, la

(1) Quoique la différence du taux de l'escompte se montre très souvent impuissante à donner des résultats espérés, il n'en est pas moins vrai que de février à mai 1930, quand le taux anglais a dépassé le taux français, une quantité d'or représentant environ 600 millions de francs est sortie des caves de la Banque de France.

Bourse française a subi l'influence de la crise américaine et les spéculateurs, pour régler des différences, procédèrent à des rapatriements de fonds. La crise boursière entraîna ensuite une crise bancaire, la fermeture des guichets de la *Banque Adam* le 3 novembre 1930, et arrivant à un moment où régnait déjà un certain malaise, causa une grande méfiance dans le public qui commença à effectuer des retraits massifs de fonds. Les dépôts à la Banque de France augmentèrent de 3 millions et demi présentant ainsi la contre-partie des retraits opérés dans les banques du degré inférieur.

En présence de cette inquiétude générale, toutes les banques, et particulièrement les grands établissements de crédit, ont été obligés, à la fin de l'année 1930 et au début de 1931, de renforcer leur encaisse afin de faire face à toute éventualité. Pour atteindre ce but, les banques avaient le choix entre deux méthodes : retirer leurs avoirs étrangers ou recourir au réescompte de la Banque de France. Or, les taux d'escompte sur le marché de Londres ne dépassaient pas ceux du marché hors banque à Paris et étaient inférieurs au taux de réescompte de la Banque de France. Par conséquent, il était naturel que les banques retirassent leurs avoirs étrangers avant de recourir au réescompte de la Banque de France « sans qu'il y ait besoin — comme l'ont dit certains étrangers — d'incriminer le manque de souplesse du marché monétaire français et d'y voir une des causes techniques de l'afflux de l'or » (1).

D'autre part, la décision prise en juin 1930 par la Ban-

(1) Oualid, *Les causes de l'afflux de l'or en France*, *L'Europe nouvelle*, 18 avril 1931, p. 552.

que d'Angleterre de ne plus délivrer que des lingots à 916 millièmes, titre correspondant à la teneur légale de la circulation intérieure de la Grande-Bretagne, a mis la place de Paris dans l'incertitude en ce qui concerne le niveau auquel allait descendre le point d'entrée de l'or d'Angleterre en France. En effet, les lingots, pour être acceptés par la Banque de France, qui n'achetait l'or qu'au titre de 995 millièmes, devaient être préalablement affinés. Les ateliers d'affinage, étant incapables de traiter plus de 300.000 livres par jour, il en résultait que si les arrivages quotidiens d'or à Paris dépassaient ce chiffre, les retards et les pertes d'intérêts représentaient des frais supplémentaires et pesaient sur le change du sterling. A certains moments, en novembre 1930, le cours du sterling est tombé à 123,54 contre un point d'or normal de 123,90. La conséquence finale de cette politique a donc été l'instabilité du *gold-point* de sortie, ce qui a accentué des sorties d'or d'Angleterre qui venaient s'ajouter à celles que les banques et les capitalistes français effectuaient pour leurs propres besoins.

En outre, les facteurs psychologiques et politiques dont la puissance en matière de mouvements monétaires de capitaux et de change est devenue dans l'époque contemporaine, peut-on dire, prépondérante, ont précipité et intensifié l'effet des causes économiques et techniques. Ils ont déterminé souvent des nationaux des pays étrangers à demander des francs car, à cette époque, la France a été considérée comme le pays le plus sûr au point de vue de la stabilité financière et politique. « La Banque de France, disait le professeur Jèze, achète tout l'or qu'on lui présente. Elle en a l'obligation légale. Elle ne draine pas l'or du monde vers ses caves. Elle ne fait rien pour

l'attirer. L'or vient tout seul, puisque la France et la Banque de France inspirent la plus grande confiance. C'est un hommage intéressé » (1).

Parmi maints exemples relatifs à cette influence des facteurs psychologiques, citons certaines déclarations politiques faites en juillet 1930 en Angleterre au sujet de l'abandon du *gold standard* et de son remplacement par une monnaie de papier et qui ont inquiété les capitalistes qui possédaient des livres sterling. D'autre part, l'inquiétude politique en Allemagne avait provoqué, on l'a vu, des évasions de capitaux dont la France a sans doute bénéficié. Enfin, la situation politique et financière dans d'autres pays n'était pas non plus tout à fait sûre. Ces causes d'ordre psychologique et politique n'ont cessé d'agir pendant toute la période en question (2).

Aussi peut-on dire avec le professeur Oualid : « De quelque côté que l'on porte les regards, que l'on envisage les facteurs techniques, les facteurs économiques, les facteurs politiques et psychologiques, tous contribuaient à expliquer l'orientation quasi-irrésistible de l'or vers la France » (3).

A la suite de ces divers facteurs, l'offre massive de devises a porté le change français au-dessus du *gold-point*

(1) Jèze, *La Banque de France, Journal des finances*, 6 février 1931, n° 6.

(2) On sait que la réserve métallique de la Banque de France a fléchi, entre le 2 octobre et le 24 novembre 1933, de près de 4 milliards de francs et que les longs débats parlementaires concernant l'équilibre budgétaire n'ont pas été étrangers à ces sorties d'or. De même les troubles politiques ont contribué aux sorties d'or qui ont eu lieu dans les premiers mois de 1934. Le rétablissement du calme politique et la volonté d'équilibrer les finances publiques ont aussitôt exercé une répercussion avantageuse sur l'encaissement de la Banque de France.

(3) Oualid, *Les causes de l'afflux de l'or en France, L'Europe nouvelle*, 18 avril 1931, p. 551.

et rendu ainsi avantageux des importations d'or en France. Par conséquent l'accroissement de l'encaisse-or de la Banque de France n'avait rien à voir avec sa politique de crédit dont nous avons parlé dans la section précédente. Tout en respectant les obligations que lui imposait la loi monétaire de 1928, l'Institut d'émission français a tout fait pour rendre aussi supportable que possible pour les marchés extérieurs les mouvements internationaux de métal précieux, ainsi que nous allons le voir dans le paragraphe suivant.

§ 2. — *Les mesures prises par la Banque de France pour ralentir l'afflux de métal*

Nous venons de voir que depuis le milieu de 1929, la Banque de France a subi plutôt que provoqué les importations d'or en France, et que ce sont les banques et les particuliers (1) qui lui ont apporté du métal. Par conséquent, pendant cette période l'afflux d'or en France, dû à des causes diverses, ne peut être imputable à une politique préméditée des autorités monétaires françaises. Loin de stimuler l'afflux d'or, la Banque de France a pris, au contraire, certaines mesures pour le ralentir et soutenir ainsi la politique de crédit des Banques des autres pays. « La Banque de France s'est efforcée, disait la Délégation de l'or, d'entraver les importations d'or qui nuisaient à l'équilibre de certains marchés étrangers » (2). Dans ce but elle a successivement ramené son taux d'escompte, en

(1) Dans la pratique ce sont les banques qui ont effectué des opérations d'achats d'or et de cessions à la Banque de France.

(2) *Rapport (final) de la Délégation de l'or*, Genève 1932, p.16, § 37.

janvier 1930, de 3 $\frac{1}{2}$ à 3 %, au mois de mai de la même année de 3 à 2 $\frac{1}{2}$ % ; enfin le 2 janvier 1931 elle l'a abaissé à 2 %.

Comme on le voit, la Banque de France a maintenu le taux de son escompte à un faible niveau, généralement plus faible qu'à l'étranger, et, dès lors, nous comprenons mal M. Zolotas lorsqu'il écrit que la Banque de France « a entravé en partie les effets du mouvement d'entrée de l'or, en maintenant son taux supérieur à celui qu'imposaient ses réserves d'or » (1).

Rappelons aussi que le taux officiel français n'a pas été relevé en octobre 1929, à l'occasion de la crise américaine (voir tableau, *supra*, p. 113).

D'autre part, quand la tendance des changes a été défavorable à la France, comme ce fut le cas du 21 février au 2 mai 1930 entre Paris et Berlin, la Banque de France, bien qu'en mesure de faire jouer, grâce à son portefeuille de devises, le « gold exchange standard » au lieu du « gold bullion standard », a laissé, à diverses reprises, sortir de l'or pour plus de 600 millions de francs, jugeant que ces sorties étaient rendues nécessaires par les circonstances extérieures et intérieures.

Non seulement l'Institut d'émission français avait cessé de vendre des devises sur le marché, mais, bien mieux, il a parfois acheté des devises dans le but de fournir un appui au change étranger et d'arrêter les importations d'or en France. C'est ainsi qu'en décembre 1930 il a acheté des devises pour soutenir la livre sterling. Des achats de

(1) Zolotas, *op. cit.*, p. 189. Le professeur Cassel, tout en reconnaissant que l'afflux de métal jaune en France résultait de la balance des comptes, reprochait, lui aussi, à l'Institut d'émission français de ne pas avoir pratiqué une politique de crédit assez libérale

livres sterling ont été effectués aussi au moment où le change anglais s'est trouvé ébranlé par la répercussion des difficultés allemandes, ainsi qu'on l'a déjà indiqué. Le soutien donné au sterling se reflétait d'ailleurs dans l'augmentation du chiffre du portefeuille de devises de la Banque. De 25 milliards 90 millions au 10 octobre 1930, ce chiffre passe à 26 milliards 283 millions le 10 avril 1931 et à 26 milliards 725 millions de francs le 14 août de la même année. Cependant on sait que la Banque de France avait pendant longtemps cessé d'effectuer des achats des devises étrangères.

De son côté, le Trésor français a décidé autant que possible de ne pas vendre sur le marché des changes ses devises dont le montant a dépassé à certains moments 11 milliards de francs, toujours dans le but d'éviter une baisse des changes étrangers et des importations d'or.

Signalons aussi que, rompant avec ses traditions, la Banque de France décida d'accepter à l'escompte des effets de commerce de sept jours seulement. Son intention était d'assouplir, par cette mesure, le marché au jour le jour et d'inciter par là les banques françaises à avoir moins recours à la vente de leurs devises en vue de posséder des disponibilités en francs à l'approche des échéances mensuelles en France. Le but visé par la Banque était le ralentissement des importations d'or en France.

Enfin, le 14 janvier 1931, la Banque de France a fait connaître à la Banque d'Angleterre qu'elle acceptait désormais d'acheter de l'or à un titre inférieur à celui de 995 millièmes qui était précédemment exigé et que la nouvelle limite serait de 900/1000. On a vu dans le paragraphe précédent que l'opération d'affinage exigeait des frais, demandait du temps et, par conséquent, entraînait une

perte d'intérêt, tout cela ayant pour résultat de compliquer et d'obscurcir le jeu normal de l'étalon-or. En mettant fin à cet état de choses fâcheux, la Banque de France éliminait un grand facteur d'insécurité qu'est l'instabilité du *gold-point* et apportait une fois de plus son aide à la Banque d'Angleterre. Si, malgré cela, la faiblesse de la livre sterling a persisté, c'est que les causes de cette faiblesse n'étaient pas du ressort de la seule technique monétaire, ainsi que nous l'indiquerons ultérieurement.

Nous avons vu aussi dans le chapitre précédent qu'avec d'autres banques centrales, la Banque de France s'est empressée de porter secours, sous forme d'ouverture de crédits, à la Reichsbank et à la Banque d'Angleterre, ainsi qu'à certaines autres banques d'émission.

Quant aux achats de devises illimités dans leur montant, conseillés à la Banque de France par les économistes et publicistes étrangers, en vue d'empêcher toute hausse du franc, toute baisse des changes étrangers, en un mot d'assurer la stabilité des monnaies étrangères et de mettre ainsi un frein aux importations d'or, l'expérience de la situation qui a existé en France entre la fin de 1926 et le 25 juin 1928 n'autorisait pas la Banque de France à s'y livrer d'une façon permanente.

Pour ce qui est de la suggestion qui a été faite à la Banque de France d'entreprendre les opérations sur le marché libre (*open-market operations*), à côté des inconvénients que l'adoption de cette méthode aurait présentés dans une période de surabondance monétaire, une semblable politique ne correspondait à aucune nécessité en France où les banques, sur tout le territoire, sont assurées à chaque instant de pouvoir se procurer à la Banque de France des sommes nécessaires à leurs besoins et cela à

un taux d'escompte qui était, pendant la période en question, le plus bas en Europe. Par conséquent ces opérations, « étant donné la structure particulière du marché français, n'auraient pas exercé d'effet appréciable sur le volume du crédit et le niveau des prix » (1). « Nous n'avons jamais, pour notre part, dit le professeur Rist, pu voir dans cette opération autre chose qu'une inflation suivie de déflation — et l'inflation effectuée par les banques d'émission nous paraît encore moins légitime que celle faite par les gouvernements » (2). D'ailleurs les Banques Fédérales de Réserve américaines avaient pratiqué ce genre d'opérations. Leur portefeuille de titres des Etats-Unis d'Amérique avait augmenté, entre octobre 1929 et mars 1930, de 386 millions de dollars (3). Cependant leurs efforts, en vue de stimuler les affaires par l'extension de crédit, ainsi que ceux déployés dans le même but par le Gouvernement des Etats-Unis, n'ont pas été couronnés de succès, et les sommes que les banques américaines avaient mises à la disposition du marché n'ont pas tardé à leur retourner. Ainsi, même si la Banque de France avait créé du crédit au moyen de placement, ce crédit serait devenu inutile.

De toutes ces considérations, il ressort que finalement on ne peut pas reprocher à la Banque de France de n'avoir pas pratiqué une politique libérale du crédit en ce qui concerne les *prêts intérieurs*.

Pour ce qui est des *prêts extérieurs*, les pouvoirs publics et l'Institut d'émission ont agi en plein accord pour les favoriser. Par des dégrèvements fiscaux qui ont été opérés

(1) *Rapport (final) de la Délégation de l'or*, 1932, p. 16, § 37.

(2) Rist, *La question de l'or*, *Revue d'économie politique*, 1930, p. 1510.

(3) *Le cours et les phases de la dépression économique mondiale*, p. 253.

sur les titres étrangers, on a visé à encourager les placements extérieurs à long terme, les acquisitions de valeurs mobilières étrangères. Toute une série de dispositions ont été adoptées à cet effet par les pouvoirs publics, voulant par là entraver les importations d'or en France (1).

D'autre part, sur l'initiative de la Banque de France et avec le concours des principaux établissements de crédit, a été créée la Banque française d'acceptation au capital de 100 millions, en vue de donner plus d'ampleur au marché français des acceptations bancaires internationales et cela dans un but « de coopération et non de suprématie » (2).

Il faut mentionner également que le Gouvernement français a favorisé l'émission publique en France de Bons du Trésor anglais, dont il a été déjà question, en acceptant certaines formules qui permettaient de faire échapper ces Bons au paiement des taxes fiscales françaises.

Si les facilités accordées par la Banque de France ainsi que les mesures fiscales prises par les pouvoirs publics n'ont pas réussi à arrêter les entrées d'or en France, cela tenait à l'ébranlement de la confiance dans le monde entier, qui a paralysé, depuis 1930, les mouvements internationaux de capitaux. Au contraire, la France était devenue un pays où les capitaux étrangers pouvaient

(1) Le caractère obligatoire de l'abonnement a été supprimé dès 1929. Le droit de timbre sur les valeurs étrangères a été ramené de 4 à 2, puis à 1 p. 100. L'impôt sur le revenu des valeurs étrangères a été diminué de 25 à 18 p. 100. Le droit de timbre acquitté sur les effets de commerce tirés de l'étranger sur la France passe de 0,15 à 0,25 p. 100. Il est vrai que la loi de 1916 exigeant l'autorisation du ministre des Finances pour toute introduction de valeurs étrangères à la cote de la Bourse restait toujours en vigueur.

(2) Germain-Martin, *La circulation internationale des capitaux* p. 9.

trouver un refuge, ce qui contribua considérablement à accélérer les entrées d'or dans ce pays au cours des années 1930 et 1931. Après la crise monétaire et la crise de crédit ayant pour résultat l'instabilité monétaire dans le monde, il était naturel que le métal jaune continuât à se diriger vers la France.

Ces facteurs d'insécurité générale ont découragé — et découragent encore actuellement — la politique française des placements extérieurs à long terme (1).

SECTION III

Les avantages qu'aurait présentés un meilleur équilibre de l'or dans le monde.

Nous invoquerons dans le chapitre suivant certains faits qui suffiront à expliquer la crise économique mondiale de 1929, sans avoir besoin de chercher l'explication de cette crise dans la mauvaise répartition de l'or entre les différents pays. Cependant il ne faut pas nier l'utilité qu'aurait présentée un meilleur équilibre mondial de l'or. On a déjà dit que l'accumulation de l'or aux Etats-Unis a contribué au développement exagéré de la spéculation boursière. Nous dirons également dans le chapitre suivant que l'excès d'or aux Etats-Unis dans la période d'après-guerre a contribué à une production excessive de marchandises

(1) Notons que la preuve *a posteriori* du mal fondé du « reproche d'accumulation » du métal jaune par la Banque de France se trouve dans le fait que l'Institut d'émission français a laissé l'or sortir librement en 1933 et au commencement de 1934. Ainsi il ne s'est pas départi des règles de l'étalon-or, alors même que la plupart des nations y ont renoncé. D'ailleurs, même ceux qui ont critiqué la politique de l'or de la Banque de France ont fini par reconnaître leur erreur.

dans ce pays. D'autre part, la pauvreté en or a forcé certaines banques centrales à maintenir leurs taux d'escompte à des niveaux assez élevés, ce qui a pu exercer une influence déprimante sur les prix dans leur pays. Enfin, une fois la crise déclenchée, il est évident que parmi diverses circonstances qui sont venues aggraver la situation, l'inégale répartition de l'or a occupé une place importante. Les modifications qui se sont produites dans la répartition de l'or reflétant les modifications qui sont survenues dans la balance des paiements, « ont nécessairement limité la liberté d'action de celles des banques centrales qui ne possédaient que peu d'or en excédent du minimum requis » (1). De ce fait ces banques centrales, loin de faire une politique du crédit libérale, se sont vu obligées de recourir souvent, même avant la crise internationale de crédit, à des mesures de défense monétaire et cela au détriment d'une reprise éventuelle des affaires. « C'est pour la matière du change et du taux de l'escompte beaucoup plus sans doute, écrit le professeur Aftalion, que pour celle des prix, que le problème de la distribution mondiale de l'or a de l'importance » (2). Mais c'est précisément par l'intermédiaire de l'instabilité du taux de l'escompte et d'autres mesures tendant à protéger le cours de la monnaie nationale que le manque d'or, surtout dans une période de dépression où les facilités de crédits constituent un des éléments de la reprise des affaires, peut accentuer encore la baisse des prix.

Pendant la crise monétaire et la crise de crédit de 1931, les mesures prises par les Banques Centrales avaient fina-

(1) *Le cours et les phases de la dépression économique mondiale*, p. 257.

(2) Aftalion, *L'or et sa distribution mondiale*, p. 193.

lement pour but de protéger l'encaisse-or et on ne contestera pas que la déflation qui en est résultée, venant s'ajouter à la déflation résultant de la dépression elle-même, a eu pour conséquence de prolonger les effets de la crise.

Pour toutes ces raisons, une meilleure répartition de l'or, si elle n'était pas capable de remédier définitivement à la dépression économique dont souffrait et souffre encore le monde, pouvait être désirable et reste toujours à souhaiter.

Cependant, il est utile de répéter que les Banques centrales des Etats-Unis et de la France ne pouvaient être rendues responsables des difficultés dans lesquelles se sont trouvées les Banques d'émission des autres pays. Cette responsabilité incombe à d'autres facteurs qui ne sont pas difficiles à préciser quand on compare l'après-guerre à l'avant guerre.

Ceci nous amène à faire remarquer que le déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or, comme conséquence principalement des excédents de la balance des comptes dans certains pays et des déficits dans d'autres, existait aussi avant la guerre ; seulement on peut dire qu'il était insignifiant par rapport à celui qu'on a constaté depuis la guerre. D'abord, la balance commerciale des pays créditeurs présentait des déficits, et ce facteur tendait à exercer une action dans le sens d'une certaine atténuation du déséquilibre de l'or résultant des excédents de la balance des comptes. D'autre part, les mouvements internationaux des capitaux, le placement extérieur, principalement à long terme, constituaient le grand facteur d'un moindre déséquilibre dans la répartition mondiale de l'or.

Depuis la guerre, les facteurs de déséquilibre se sont accentués et les facteurs qui tendaient à réaliser un moindre

déséquilibre ont beaucoup perdu de leur influence. La balance commerciale des Etats-Unis, pays qui s'est classé premier parmi les nations créditrices et qui a bénéficié depuis 1915 de larges importations d'or, s'est soldée, sauf certaines exceptions temporaires, par des excédents qui ont été encouragés pour une bonne part par un tarif douanier élevé. La balance commerciale de la France, pays qui à partir de 1925 fait partie de nouveau des pays créditeurs, avant la guerre déficitaire, a présenté, de 1924 à 1927, des excédents encore qu'assez faibles (1).

Mais c'est surtout dans la politique des placements des nations créditrices qu'apparaît la plus forte différence avec l'avant guerre.

Les Etats-Unis, jusqu'en 1925, n'ont placé que partiellement les excédents de leur balance des comptes, et si plus tard ce pays a prêté à l'Europe sur une vaste échelle, contribuant ainsi à un meilleur équilibre de l'or, l'instabilité économique, l'insécurité politique et monétaire à l'étranger ont de nouveau ralenti les placements extérieurs américains et aidé à la reprise des importations d'or aux Etats-Unis.

Dans les pages précédentes, nous avons dit que ces mêmes facteurs d'insécurité, s'ajoutant aux autres obstacles, s'opposaient aux placements à l'étranger des excédents français de la balance des comptes (2).

Dans cette atmosphère d'instabilité économique, d'in-

(1) Le niveau des prix-or français étant momentanément inférieur au niveau des prix à l'étranger a facilité des exportations françaises. Notons en passant que la situation se trouve actuellement renversée.

(2) Par contre, la politique exagérée des placements extérieurs à court et à long terme de la Grande-Bretagne contribuait en général au déséquilibre de l'or dans le monde (V. la section II du chapitre suivant).

certitude politique et d'insécurité monétaire, les mouvements du taux d'escompte et du loyer de l'argent en général ont perdu de la puissance qu'on leur attribue pour la régularisation des mouvements de capitaux. C'est ainsi que l'importance du taux de l'intérêt s'est effacée à peu près entièrement devant l'importance de plus en plus grande d'un deuxième élément qu'est la sécurité. « Les moyens techniques, efficaces en temps normal, pour protéger les encaisses, se montrent impuissants en face d'une crise de confiance, et si ce genre de risque a toujours existé, son importance s'est du moins accrue au delà de tout ce que nous pouvions envisager, introduisant dans les conjectures un facteur nouveau et redoutable » (1). « Depuis quelques années, dit de son côté M. Germain-Martin, un facteur nouveau intervient dans les mouvements internationaux de capitaux. Cet élément d'ordre psychologique qui accroît ou compense, suivant les circonstances, le résultat des opérations tirant leur origine ou bien de l'échange de marchandises, ou bien de placements de capitaux, ou bien de la rémunération de services, existait avant la guerre. A cette époque il n'exerçait sur la balance des paiements aucune influence. Il a maintenant acquis une importance telle que l'ancienne harmonie de la circulation des capitaux, réglementée jadis par les transactions, s'en trouve toute bouleversée » (2).

Cet état de choses a déterminé des mouvements rapides et irrationnels de capitaux à court terme. Ceux-ci, au lieu de se diriger, conformément à la théorie, vers les pays pauvres en capitaux liquides et où le loyer de l'ar-

(2) Allix, *op. cit.*, p. 116.

(1) Germain-Martin, *La circulation internationale des capitaux*, p. 7.

gent a été élevé, le manque de confiance et de sécurité les a souvent poussés vers les pays où il y avait abondance de capitaux liquides, où le taux d'escompte et d'intérêt était moins avantageux, mais où la confiance économique leur permettait de trouver un refuge sûr.

Parfois aussi des migrations de capitaux ont été provoquées par l'espoir de réaliser des gains à la Bourse ou pour bénéficier de taux d'intérêt exceptionnellement élevés, comme le cas s'est produit, nous l'avons vu, en 1928-1929 quand les capitaux prenaient en grande partie le chemin des Etats-Unis. « Par suite de malaises politiques, dit le Deuxième Rapport de la Délégation de l'or, les capitaux ont abandonné les parties du monde où le besoin s'en faisait le plus sentir, pour se diriger vers les pays où il y avait déjà un excédent de capitaux. Ils ont été attirés non seulement par les besoins réels des affaires, mais par l'attrait des bénéfices rapides au moyen de spéculations boursières » (1). Ce déplacement irrationnel et rapide des capitaux à court terme a contribué à l'accumulation de l'or dans les pays où il y en avait déjà en surabondance, comme les Etats-Unis d'Amérique et la France, et à le retirer des pays dans lesquels se faisait déjà sentir une pénurie du métal jaune.

Après ces considérations générales, on peut dire qu'au fond la question de la répartition de l'or se ramenait en pratique, non à la création des crédits nouveaux qu'on avait conseillée à certains pays, à la France, par exemple, mais à la question de la répartition des capitaux, c'est-à-dire à une politique d'organisation des « placements ». Si on avait pu arriver à organiser dans ce domaine une

(1) *Deuxième Rapport provisoire*, Genève, 1931, p. 17.

coopération entre les principaux marchés du monde qui auraient partagé entre eux les risques des placements communs, on aurait vu s'atténuer, sinon disparaître, le déséquilibre résultant de l'abondance des capitaux sur une place et de leur pénurie dans une autre. Une action concertée entre les principaux marchés du monde aurait amené probablement les pays débiteurs dont la situation financière n'inspirait pas tout à fait confiance, à consentir plus facilement les garanties nécessaires que pouvaient exiger les prêteurs. Le professeur Rist, croyant que c'était dans ce sens que la solution devait être cherchée, ajoutait : « Je ne prétends pas qu'elle sera facile à trouver, mais je suis convaincu qu'une politique de coopération dans les placements extérieurs est seule qui, associée à une politique de plus grande liberté dans les mouvements de marchandises, puisse réussir à faire disparaître de nos préoccupations le problème mal posé de la distribution de l'or dans le monde » (1).

De même le professeur Keynes suggérait l'idée d'une action commune qui serait entreprise par la Federale Reserve Bank des Etats-Unis, par la Banque de France et par la Banque d'Angleterre dont l'accord porterait « sur un projet hardi, disait-il, destiné à redonner confiance sur le marché international aux emprunts à long terme » (2).

L'abandon récent de l'étalon-or par beaucoup de pays et son maintien nominal par d'autres rendent malheureusement toujours actuel le problème de la répartition de l'or ou, pour mieux dire, de la répartition des capitaux,

(1) Rist, *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, p. 152

(2) Keynes, *Essais de persuasion*, p. 108.

car il est manifeste que les pays qui luttent pour le maintien du Gold Standard ne pourront persister dans cette lutte à l'infini (1), et la coopération financière, tôt ou tard, devra être pratiquée, si l'on ne veut pas prolonger le chaos universel. Il est également manifeste qu'à côté de la coopération financière on devra pratiquer la coopération dans le domaine économique, car agir sur des facteurs financiers sans s'attaquer en même temps à des facteurs économiques, c'est risquer d'obtenir un succès qui ne serait que provisoire. Mais qu'il s'agisse de coopération financière ou de coopération économique, il faut insister sur le fait que l'une et l'autre sont conditionnées dans notre société par l'apaisement politique ou, autrement dit, par l'assurance d'une paix sincère et durable.

(1) La couverture de la monnaie allemande, par exemple, n'était plus, le 15 juin 1934, que de 2,9 %.

CHAPITRE III

LA RESPONSABILITÉ DE LA COOPÉRATION DES BANQUES D'ÉMISSION DANS LA CRISE ÉCONOMIQUE DE 1929

En se basant sur la célèbre théorie des débouchés d'après laquelle un produit sert de débouché à l'autre et la surproduction n'est qu'un mal apparent, sir Henry Strakosch rejette l'explication de la crise économique mondiale de 1929-1930 par une surproduction des marchandises et soutient que les variations dans le niveau général des prix sont déterminées par des facteurs d'ordre monétaire. « Une baisse générale des prix est toujours un phénomène d'ordre monétaire », dit encore le professeur Cassel (1). Cependant nous avons vu, dans le chapitre précédent, que l'explication de la crise actuelle par des facteurs monétaires tenant d'après les auteurs précités à une rareté de l'or et notamment à une répartition défectueuse de ce métal, qui se serait manifestée par une insuffisance de crédit, ne pouvait être basée que sur des données assez fragiles. C'est pourquoi nous préférons, en tout état de cause, nous tourner vers la production pour expliquer la baisse des prix inaugurée en 1925, sans nier toutefois l'influence qu'ont pu exercer les facteurs monétaires.

(1) *Information*, 19 août 1930.

Seulement, à la différence de ceux qui ont interprété ces facteurs dans le sens d'une insuffisance de crédit, on dira dans la suite de ce chapitre que c'est au contraire l'inflation du crédit qui est responsable dans une large mesure, sinon de la crise elle-même, du moins de son éclosion tardive et, par conséquent, de son aggravation et de son intensité. « L'affirmation, disait M. Lansburgh, que ce sont des causes monétaires qui sont responsables de la crise actuelle n'est pas juste. La crise a son origine facilement reconnaissable dans les phénomènes se trouvant dans le domaine des marchandises et se serait produite même si la monnaie de tous les pays importants s'était trouvée dans le meilleur état possible. Cependant on ne peut pas nier qu'indépendamment de cela il n'y ait eu des troubles du côté monétaire, qui dans une certaine mesure ont contribué à l'aggravation de la crise » (1).

En d'autres termes, si les facteurs monétaires, sous la forme que nous venons d'indiquer, ne suffisent pas, par eux-mêmes, à expliquer la dépression profonde dont souffre encore le monde, leur existence a donné plus de force à d'autres facteurs qui ont provoqué la crise, de sorte que les forces latentes de nature cyclique ont été cachées pour une large part. N'est-on pas même allé jusqu'à nier leur existence ?

* * *

En parlant d'abord de la surproduction qui est d'ailleurs, suivant certains économistes (2), un facteur com-

(1) Alfred Lansburgh, *Le jeu pur et simple de l'étalon-or et la règle monétaire la plus sûre*, *L'Europe nouvelle*, 18 avril 1931, p. 563.

(2) V. Aftalion, *Les crises périodiques de surproduction*, Paris, 1913, et Bouniatian, *Les crises économiques*, deuxième édition française, Paris, 1930.

mun à toutes les crises, on peut dire sans conteste qu'elle a joué un rôle prépondérant dans la crise économique de 1929. L'origine de cette surproduction remonte à la guerre qui a été suivie de changements profonds dans le domaine économique. « La capacité en excédents de certaines industries et de certains pays a résulté en grande partie, lit-on dans une publication de la Société des Nations, des changements causés par la guerre dans le domaine économique » (1).

En déterminant une pénurie momentanée de certains produits, tels que le blé et le caoutchouc, la guerre a stimulé une expansion formidable de ces articles. On vit notamment l'Amérique et le Canada étendre considérablement la superficie des terres affectées aux principales récoltes alimentaires. Pour faire face aux besoins exceptionnels de la guerre, dans un grand nombre d'industries on a créé des usines nouvelles. La guerre a poussé également certains pays, tels que le Japon, la Chine, l'Inde et les dominions britanniques, à s'industrialiser plus qu'ils ne l'étaient auparavant. Cette expansion générale a persisté après le rétablissement de la paix et le retour à des conditions plus normales dans les échanges internationaux. En outre, les nouveaux Etats détachés d'unités économiques plus vastes, ont créé, eux aussi, un grand nombre d'industries.

A la conviction plus ou moins répandue qu'après la guerre les besoins de l'humanité étaient insatiables et, par conséquent, la prospérité économique indéfinie, ce qui poussait tout le monde à produire davantage, venaient

(1) *Le cours et les phases de la dépression économique mondiale*, p. 72.

s'ajouter encore le progrès technique et l'organisation scientifique du travail qui, rendant possible la réduction des prix de revient, stimulèrent à leur tour l'activité économique aussi bien dans l'agriculture que dans les industries manufacturières. Le mouvement de rationalisation a été universel, mais c'est surtout aux Etats-Unis et en Allemagne (1), qu'il s'est développé sur un rythme plus rapide qu'ailleurs. Des cartels nationaux et internationaux, créés pour restreindre la concurrence entre les fabricants de certains produits, ont tendu dans de nombreux cas à laisser subsister des entreprises qui autrement auraient succombé. La production mondiale s'en est trouvée accrue. Désireux de procurer aux entreprises des débouchés, on a augmenté artificiellement, surtout aux Etats-Unis, la capacité d'achat en poussant exagérément l'organisation du crédit à la consommation. De cette façon, la masse des consommateurs crut être en possession de ressources supplémentaires. « Le développement du système des ventes à tempérament aux Etats-Unis, écrit M. Bouniatian, a été un facteur puissant de l'essor économique extraordinaire qui a suivi la crise et la dépression de 1920 à 1923 » (2). L'agriculture, l'industrie, le commerce, bénéficièrent de facilités d'avance sans limite ni contrôle.

Les méthodes américaines furent adoptées par bien des nations européennes, si bien qu'« on aboutit à peu près partout à la surproduction » (3).

Ainsi la production des marchandises dans le monde s'accroissait à un rythme accéléré, ce qui tendit à la baisse des prix.

(1) Pour cette dernière, voir Max Hermant : *Les paradoxes économiques de l'Allemagne moderne*, Paris, 1931.

(2) Bouniatian, *Les crises économiques*, p. 69.

(3) Germain-Martin, *Sommes-nous sur la bonne route ?* P. 18.

C'est en 1925 que l'Europe atteignit de nouveau son niveau de production d'avant-guerre. La production régénérée de l'Europe s'ajouta à la production accrue des autres continents. Le marché arriva à saturation et les prix s'orientèrent alors à la baisse, car les revenus des consommateurs, comme nous le montrerons dans la suite, étaient insuffisants pour acheter le volume accru de la production.

* * *

A côté des facteurs non monétaires qui ont agi dans le sens de la baisse des prix, il est nécessaire d'attirer également l'attention sur les facteurs monétaires qui ont tendu, à partir de 1925, à exercer leur influence dans le même sens. A ce propos, il convient d'abord de faire remarquer que l'influence des facteurs monétaires jusqu'en 1925 s'est exercée constamment dans le sens de la hausse des prix. En laissant de côté l'inflation monétaire sous la forme de billets de banque proprement dits, on sait que les grands emprunts publics de guerre et de reconstruction, soit qu'ils fussent à court ou à long terme, étaient souscrits par voie d'inflation déguisée. Ceci est vrai aussi bien pour les prêts extérieurs que pour les emprunts intérieurs. « Ce n'est qu'en créant sans cesse de nouveaux moyens de paiement que les neutres ont pu fournir aux belligérants tout le pouvoir d'achat qui était mis alors à leur disposition » (1). En particulier la stabilisation artificielle des changes entre les Alliés, à la suite de l'entrée en guerre des Etats-Unis, se traduisant, comme nous l'avons vu, par un mécanisme de prêt automatique de

(1) Cassel, *La monnaie et le change après 1914*, p. 25.

pays à pays, entraîna une inflation de crédit généralisée. Ainsi les exigences du financement de la guerre avaient porté l'indice des prix à un niveau extraordinairement élevé. Toutefois, il faut s'empresse de faire remarquer que pendant la guerre l'inflation monétaire accompagnait plutôt qu'elle ne stimulait la production des marchandises.

Cette situation, résultant de conditions anormales, réclamait un assainissement. Mais celui opéré par la crise de 1920-1921, qui fut surtout une crise d'épuration, n'a été que partiel. Après sa chute en 1921, l'indice des prix de gros aux Etats-Unis (1) s'est relevé dès l'année suivante, passant du chiffre 149 pour la moyenne de 1921, au chiffre 158 en 1922. Il atteignit en octobre 1922 le chiffre 165, auquel il s'est maintenu en moyenne en 1923. C'est à ce même chiffre qu'après une légère dépression, il se retrouve à la fin de 1924, et qu'il se tient à peu près constamment pendant l'année 1925.

Pour expliquer ce maintien de l'indice des prix au niveau laissé par la crise de 1920-1921, il faut faire intervenir divers facteurs décrits plus haut, c'est-à-dire d'importantes transformations industrielles, les ententes entre producteurs pour maintenir les prix, la politique douanière et la politique de crédits à certaines branches de la production (« farm loans » pour le blé et le coton) visant le même but, ainsi que le crédit à la consommation et le développement des opérations de bourse qui a permis la réalisation des bénéfices ne représentant en fait que du crédit. Ces deux derniers facteurs ont constitué une

(1) Etant donné que dans les années d'après guerre les Etats-Unis étaient le seul pays important où l'étalon-or fonctionnât librement, c'est le niveau des prix américains, jusqu'en 1925, qu'on doit prendre en considération lorsqu'on voudrait connaître l'allure des prix-or mondiaux.

véritable inflation du pouvoir d'achat. La progression des montants du « call money » depuis 1921 est consignée dans le tableau suivant :

Prêts aux brokers (moyenne annuelle en millions de dollars).

1921	775
1922	1.240
1923	1.350
1924	1.520
1925	2.250

Dans le même temps les Etats-Unis inaugurent la politique des hauts salaires destinée à accroître le pouvoir d'achat de la population.

Tout cet état de choses a été rendu possible, dans une large mesure, par les facilités multipliées de crédit que permettait l'accumulation de stocks d'or importants. A ce sujet, il faut se rappeler ce que déjà nous avons eu à souligner dans le premier chapitre de la première partie de cette étude. On se souvient qu'on a indiqué, à cette occasion, que, de 1914 à 1925, un mouvement presque continu d'or se dirigea vers les Etats-Unis et que les Banques de Réserve Fédérale, redoutant une hausse des prix comme conséquence d'une inflation du crédit que l'accumulation de réserves métalliques rendait possible, avaient inauguré, au cours des premières années d'après-guerre, une politique bancaire visant à diriger les excédents des entrées d'or vers des voies permettant de réduire au minimum le danger d'inflation. Mais « l'afflux d'or exerça toujours sur le marché des titres et sur les autres marchés spéculatifs une influence inflationniste qu'il n'était pas

au pouvoir des banques de réserve de contrôler. Il est évident que c'est seulement dans la mesure où les banques membres ont recours aux banques de réserve que ces dernières peuvent exercer une influence sur la situation du crédit » (1). Or, nous avons vu que les banques membres avaient remboursé, après la crise de 1920-1921, leurs dettes aux Banques de Réserve Fédérale. De ce fait et grâce à l'afflux d'or, elles se trouvaient en mesure d'étendre les crédits sur la base de leurs propres ressources. Ainsi l'accumulation persistante d'or aux Etats-Unis de 1921 à 1924, venant s'ajouter aux possibilités d'expansion que renfermait le Système de Réserve lui-même, a créé une telle aisance du crédit qu'on est allé jusqu'à dire que les facilités multipliées de crédit permettaient de tenir les prix à un niveau élevé. D'ailleurs, pendant cette période, le Système Fédéral de Réserve en achetant à plusieurs reprises des titres sur le marché, comme on l'a indiqué, a concouru lui aussi au développement excessif du crédit.

En somme, les prix que la crise de 1920-1921 avait laissés encore à un niveau très supérieur à celui de 1913 ne se maintenaient que grâce à d'importantes transformations industrielles et à divers phénomènes d'inflation que nous venons de décrire sommairement.

« Cette inflation permettait à la fois, dit M. Dieterlen, un développement continu de la production et un accroissement concomitant du pouvoir d'achat dont le parallélisme donnait l'illusion d'une situation équilibrée. A partir de 1925, la production ressent les premiers effets du fonc-

(1) George E. Roberts, *Les mouvements d'entrée et de sortie de l'or en ce qui concerne les Etats-Unis d'Amérique, 1914-1929, et leurs effets*. (Dans les *Documents sélectionnés sur la distribution de l'or soumis à la Délégation de l'or*, p. 48).

tionnement en grand de nombreux perfectionnements techniques, de la crise des débouchés, et principalement du renversement des phénomènes monétaires » (1). En effet, les progrès techniques, après avoir apporté un soutien temporaire aux prix par les transformations ou créations d'outillage qu'ils impliquent généralement, allaient susciter plus tard une concurrence plus âpre, devant avoir pour conséquence une baisse des prix. La crise des débouchés, après ce que nous avons exposé plus haut, ne demande guère d'explication. Disons seulement qu'il faut encore tenir compte des tarifs douaniers et autres restrictions apportées aux échanges internationaux. Non seulement que les tarifs ont été relevés, mais encore les sentiments du temps de guerre ont favorisé leur extension. C'est au moyen de tarifs que les pays agricoles ont cherché à se transformer en pays industriels. En conséquence, le développement du protectionnisme douanier a contribué à la surproduction soit directement, soit par la perte des débouchés à une production existante, tendant ainsi, de son côté, au déclin des prix.

Pour ce qui est des facteurs monétaires, on assiste, à partir de 1925, à un changement décisif, car un grand nombre de pays, à commencer par l'Angleterre, effectuent la stabilisation de leur monnaie par le retour à l'étalon-or sous une forme ou sous une autre, et le dérèglement monétaire qui prenait jusqu'alors un caractère épidémique allait disparaître. L'étalon-or n'est plus particulier aux Etats-Unis mais devient l'étalon mondial. Dorénavant, le niveau des prix-or, au lieu de signifier simplement le

(1) Dieterlen, *La dépression des prix après 1873 et en 1930*, *Revue d'économie politique*, 1930, p. 1531.

niveau des prix des Etats-Unis, signifie le niveau des prix d'un grand nombre de pays. Autrement dit, le niveau des prix-or des Etats qui avaient stabilisé leurs monnaies, a été lié au niveau des prix américains — niveau qui était resté supérieur de 60 % environ à celui de 1913. « Pour que le pouvoir d'achat de l'or dans le monde restât le même après la série des stabilisations commencées en 1925, ou en d'autres termes, pour que le niveau des prix américains s'imposât tel quel à l'ensemble du monde sans se modifier lui-même, il aurait fallu :

a) ou que la production des marchandises dans le monde, et en particulier aux Etats-Unis, ne s'accrût pas trop vite ;

b) ou que l'ensemble des revenus nominaux des différents pays stabilisés s'accrût lui-même rapidement » (1).

Or, nous avons dit que sous l'influence de la paix la production mondiale n'a cessé de progresser et que l'année 1925 marque le début d'une surproduction des marchandises.

D'autre part, si on considère l'évolution propre des pays stabilisés après 1925, on y trouve des facteurs qui ont, dans l'ensemble, plutôt tendu à réduire le montant total des revenus nominaux de ces pays, ou à ne le relever que pour une brève durée, comme par exemple en France.

En outre, la production de l'or dans le monde, au cours de ces années, n'a pas été assez forte pour exercer, par l'accroissement des revenus nominaux des pays stabilisés, une action compensatrice sur les prix. De 1924 à 1930, cette production a oscillé entre 10 milliards et 10 milliards

(1) Rist, *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, p. 156 et 157.

et demi de francs actuels, c'est-à-dire a été inférieure de 8 à 14 % de celle de 1913, en sorte qu'on peut dire que l'offre d'or, par son influence non sur le volume du crédit mais sur le montant des revenus, a agi dans le sens du fléchissement des prix.

Signalons enfin que la demande a subi de profonds changements de structure qui ont exigé une adaptation correspondante du système de la production. Cette adaptation lente et imparfaite a contribué à l'instabilité du système économique et exercé également son action dans le sens de la baisse des prix.

* * *

Bref, la production accélérée des marchandises, la situation de la production de l'or et des revenus des pays qui avaient stabilisé leur monnaie (1), ainsi que la politique économique d'après guerre et la transformation des habitudes de consommation rendaient parfaitement naturelle la baisse des prix à partir de 1925, c'est-à-dire à partir de la date où la Grande-Bretagne est revenue à l'étalon d'or. « L'effort entraîné par le retour de la livre sterling au pair, disait M. Dieterlen, dépasse de beaucoup le cadre de l'économie anglaise ; il englobe d'innombrables producteurs et commerçants étrangers et se répercute ainsi sur l'économie mondiale entière. Pour ces raisons, poursuivait-il, on doit placer en 1925 le moment où les phénomènes monétaires mondiaux, après avoir accompagné puis favorisé un développement anormal de

(1) La baisse de l'argent-métal, en tant qu'elle a diminué les revenus-or des peuples d'Extrême-Orient, a pu tendre également à déprimer les prix-or mondiaux.

la production, ont définitivement tendu à agir en sens inverse » (1). Et en effet, l'indice des prix aux Etats-Unis fléchit d'une dizaine de points en 1925-1926. Mais de 1927 à 1928 il se releva de nouveau. Comme un certain nombre de marchandises : le coton, les peaux, par exemple, ont continué à subir une dépréciation sensible à partir de 1927, et qu'en Allemagne le chômage commença à accuser un accroissement en 1927 dans les industries travaillant directement pour la consommation, on pourrait se croire autorisé à conclure que la baisse des prix aurait normalement continué en 1927, si « l'extrême abondance des crédits » dans le monde n'avait pas interrompu cette baisse et reporté ainsi la crise à 1929 (2).

Le tableau dressé par le professeur Lescure qui a rapproché des indices de la production et du commerce mondial les statistiques des quantités de monnaie que la Délégation de l'or a relevées dans ses rapports, est à cet égard significatif.

	<i>Europe</i>		
	Indice de la production	Montant des dépôts en banque (millions de dollars)	Indices des dépôts
1913	100	9.304	100
1927	110	»	»
1928	114	15.705	168
	<i>Amérique du Nord</i>		
1913	100	8.732	100
1927	128	25.800	300 (3)

Cette aisance monétaire a grandement encouragé des

(1) Dieterlen, *op. cit.*, p. 1528.

(2) Rist, *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, p. 160.

(3) Lescure, *Des crises générales et périodiques de surproduction*, p. 519.

efforts faits de tous les côtés pour stimuler artificiellement la consommation ; c'est ce qui empêcha la production accrue d'entraîner plus tôt une baisse générale des prix. Pour cette raison encore, le professeur Rist dira que « le niveau des prix de 1929, loin d'avoir été normal, a été à la fois *accidentel* et *artificiel* » (1).

C'est surtout la politique monétaire inspirée par le désir des Banques d'émission de développer une coopération plus étroite entre elles qui va retenir tout particulièrement notre attention. Par cette politique, les Banques d'émission ont créé une véritable inflation de crédit qui a favorisé un mouvement international de spéculation dont l'effet a été non seulement de maintenir, mais encore de développer une consommation artificielle au cours des années qui ont précédé la crise.

Nous nous proposons d'en parler dans deux sections dont la première portera sur l'extension récente du « Gold Exchange Standard » et la seconde sur la coopération qui a été pratiquée entre les Banques d'émission en matière de crédit.

SECTION PREMIÈRE

L'extension récente du Gold Exchange Standard.

Après la guerre, les statuts des Banques centrales et la nouvelle législation monétaire ont eu pour tendance générale de doter ces institutions de pouvoirs plus souples leur permettant de créer plus de crédit sur la base des réserves d'or existantes. C'est ainsi que l'or a été en grande partie retiré de la circulation et concentré dans les caisses des

(1) Rist, *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, p. 153.

Banques centrales. Le second changement important est l'adoption par beaucoup de pays du *Gold Exchange Standard* qui permettait à ces pays de conserver d'importantes disponibilités à court terme dans les centres monétaires de l'étranger. C'est à ce dernier changement que sera consacré la présente section.

* * *

Nous avons vu qu'au lendemain de la guerre le monde se trouvait en présence d'une nouvelle répartition internationale de l'or. La guerre avait concentré le métal jaune aux Etats-Unis et certains pays se trouvaient démunis d'une grande partie de leurs réserves d'or. D'autre part, la production de l'or dans le monde avait diminué et tendrait probablement à décroître dans l'avenir.

Ces circonstances ont conduit à cette idée que le rétablissement d'un régime de l'étalon-or dans un grand nombre de pays se heurterait à des difficultés, mais qu'il était possible d'y parvenir indirectement par l'ouverture des crédits extérieurs. Grâce à ces crédits les pays qui n'ont pas de ressources métalliques suffisantes leur permettant de faire eux-mêmes leur réforme monétaire, se constitueront une réserve importante de devises qui les mettra en mesure de stabiliser leurs changes. Cette politique, tout en donnant les avantages d'une monnaie stable à des pays affaiblis financièrement et monétairement, pourra réaliser également l'économie dans l'usage du métal jaune.

C'est principalement cette préoccupation d'économiser l'emploi de l'or qui inspira nettement les résolutions de la Conférence économique internationale de Gênes en 1922. La Commission financière de cette conférence trouvant,

en effet, que l'or était en quantité insuffisante pour permettre à tous les pays de retourner à la monnaie d'or, jugea nécessaire de chercher les moyens susceptibles d'y remédier (1). Elle invita la Banque d'Angleterre à prendre l'initiative de la convocation d'une conférence des Banques centrales ayant pour objet de conclure, dans ce sens, une convention monétaire internationale. « L'objet de cette convention, dit la *Résolution* 9, serait de centraliser et de coordonner les demandes d'or et d'éviter ainsi, dans le pouvoir d'achat de ce métal, les amples variations que, sans ces précautions, pourraient provoquer les efforts simultanés et concurrents qui seraient faits par plusieurs pays pour se procurer des réserves métalliques ».

Quant au mécanisme international de la future convention, la Conférence, sans insister sur les détails de son fonctionnement, se borna à indiquer que « la convention devra contenir des dispositions tendant à l'économie dans l'usage de l'or par le maintien de réserves sous forme de balances à l'étranger ; on citera à cet égard le système dit de l'étalon-or de change « gold exchange standard » ou un système de compensation internationale » (*Résolution* 9).

Lorsque la reconstruction économique du monde serait assez avancée, les pays les plus puissants au point de vue économique « établiront un marché libre pour l'or » (*Résolution* 11) et leurs banques d'émission seraient devenues des centres de réserve pour les autres banques qui, elles, ne seraient plus détentrices que des réserves composées de valeurs autres que l'or. La doctrine fut confirmée plus tard par le memorandum sur les monnaies, publié

(1) Voir R. Picard, *Les questions financières à la Conférence de Gènes*, *Revue d'économie politique*, 1922, p. 481 et suiv.

à Genève en 1924, qui souligna « l'importance de l'emploi de diverses catégories d'avoirs étrangers autres que l'or comme couverture des émissions de billets. Ce fait, poursuit-il, révèle une tendance monétaire des plus importantes à une époque où la répartition internationale de l'or devient toujours plus inégale ».

*
* * *

Avant la guerre mondiale, on avait déjà commencé à introduire le *Gold Exchange Standard* (1) comme un expédient ingénieux pour la stabilisation des changes erratiques. C'était « un simple expédient monétaire permettant de stabiliser les changes et, tout en maintenant l'inconvertibilité intérieure, d'assurer la convertibilité or de la devise pour les règlements avec l'étranger, grâce à la constitution d'une réserve de devises utilisée pour fixer le change autour d'une parité légale, on n'ose dire d'une parité idéale » (2).

On sait que la principale expérience en a été faite par des pays à monnaie d'argent, notamment par l'Inde anglaise.

Le régime a été également en vigueur, sinon légalement du moins en fait, dans un certain nombre d'autres pays

(1) « On peut définir le régime du « gold exchange standard » un régime monétaire dans lequel il y a dissociation entre la circulation monétaire intérieure et extérieure. D'une part, les instruments monétaires circulant dans l'intérieur du pays sont des monnaies d'argent ou de papier ; d'autre part, il existe une réserve d'or ou de valeurs or permettant de convertir, pour les besoins des règlements extérieurs, cette circulation intérieure en monnaie d'or ou en traites libellées en or à un *taux fixe* ». (Qualid, *Leçons sur la monnaie et les problèmes monétaires*, p. 87 et 88. — Voir aussi : *La Banque de Java, son organisation et sa politique monétaire*, du même auteur, dans la *Revue d'économie politique*, 1925, pp. 961-979 et p. 1197 et suiv.).

(2) Edmond Lebée, *Le Gold Exchange Standard*, Conférence faite le 1^{er} mars 1932. (Dans *Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, p. 136).

parmi lesquels l'Autriche-Hongrie et l'Italie. Toutefois, la Banque d'Autriche-Hongrie devait limiter le chiffre et la nature des devises : elle pouvait inclure dans ses réserves les sommes restant en compte dans les banques étrangères et ne dépassant pas le chiffre global de 60 millions de couronnes, mais interdiction lui était faite d'admettre les effets de commerce provenant des exportations. La Banque d'Italie devait limiter, elle aussi, sinon la nature, du moins le montant des devises qui ne devait pas outrepasser 3 ½ % du total de la circulation.

D'autre part, des banques d'émission, comme la Banque Néerlandaise et la Banque Nationale de Belgique, pratiquaient couramment la politique des devises, dénommée aussi direction de change. Mais il est à noter, en l'occurrence, que la réserve devises était considérée comme ne faisant pas partie de la réserve légale.

En droit, toutes ces banques d'émission étaient obligées de rembourser en or leurs billets de banque. Il est vrai qu'en fait elles vendaient des devises, mais, de droit, le porteur d'un billet pouvait exiger l'or et refuser les devises même quand la convertibilité n'existait que pour les règlements extérieurs.

Après la guerre mondiale et sous l'influence des conseils prodigués par la Conférence de Gênes, un changement essentiel se produisit. La plupart des banques centrales se virent accorder par leurs statuts non seulement la faculté de comprendre dans la couverture de leur circulation fiduciaire les avoirs en devises, mais aussi le droit d'effectuer le remboursement à leur choix, soit directement en or, soit en devises-or, c'est-à-dire en chèques ou ordres de virement tirés sur des pays où l'étalon-or est effectivement en vigueur. Le droit de choix existe

seulement au profit des autorités de la Banque d'émission et non au profit des porteurs de billets. Ceux-ci, en échange de leurs billets, ne peuvent exiger de l'or ni refuser des devises. Cette règle a été appliquée par seize pays européens (1) auxquels il convient d'ajouter divers pays hors d'Europe, comme le Colombie, le Chili, l'Equateur, la Bolivie.

Les modalités d'application de ce principe varieront quelque peu pour le cas d'espèce, mais on peut les négliger, car ce qui nous intéresse c'est plutôt l'usage que les banques d'émission ont fait de la faculté qui leur a été concédée. Notons seulement que, d'une façon générale, la réglementation d'avant-guerre portant sur le montant et la nature des devises a été presque partout modérée ou abolie. La Banque d'émission pour l'achat de devises étrangères pouvait émettre du papier monnaie en quantité illimitée. En même temps, à côté de ces banques centrales dont le régime légal était le « gold exchange standard », il y eut un certain nombre d'autres banques centrales qui avaient également l'habitude de conserver d'importantes disponibilités à court terme sur l'étranger qui leur servaient de réserves supplémentaires comme avant la guerre.

Le nouveau système prit ainsi en Europe et dans divers pays extra-européens une ampleur considérable. On peut s'en rendre compte en comparant la nouvelle situation avec celle d'avant-guerre. A la fin de 1913, le montant des avoirs étrangers des banques centrales était de 350 mil-

(1) Les banques d'émission de certains de ces pays étaient tenues de rembourser non pas en or mais uniquement en devises et pouvaient, par conséquent, composer leurs réserves entièrement de devises. C'était le cas de la Bulgarie, de la Grèce, de la Ville libre de Dantzig.

lions de dollars. Fin 1928, l'ensemble de ces avoirs s'est élevé à 2 milliards 476 millions de dollars. Le système a son apogée à la fin de 1930 : à ce moment les devises dont disposaient les banques centrales du monde entier s'élèvent au total à un chiffre approchant 3 milliards de dollars.

*
* *
*

Grâce à l'étalon de change-or, les banques d'émission ont pu sensiblement réduire leurs demandes d'or et éviter ainsi une avide et violente concurrence entre elles. C'est également grâce à ce système que les emprunts obtenus aux Etats-Unis n'avaient pas été immédiatement transformés en or, ce qui a rendu plus rapide et plus abondant le courant de crédit à long terme que l'Amérique dirigea vers l'Europe. En un mot, le système a permis à l'Europe de réaliser, au moindre prix, son assainissement monétaire et de rétablir, de cette façon, un certain équilibre monétaire dans le monde.

Mais l'étalon de change-or présenta de gros inconvénients. Ce système revient à créer du crédit grâce à un crédit préalablement existant. Un même dollar or couvre deux circulations : celle des Etats-Unis et celle du pays dont la banque d'émission est soumise au régime de l'étalon de change-or, de sorte que plusieurs émissions de divers billets de banque se sont trouvées avoir une même et unique couverture. En effet, les banques d'émission soumises à l'étalon de change-or achetaient le plus souvent des devises non à une autre banque d'émission, mais au marché libre. La réserve de la banque d'émission pratiquant le gold exchange standard se trouvait accrue du montant des devises achetées, mais la banque d'émis-

sion du pays soumis à l'étalon-or réel et où étaient effectués ces achats de devises n'a pas vu diminuer son encaisse. Par conséquent les livres et les dollars que possédaient généralement les banques d'émission des pays à étalon de change or ont continué à servir d'instrument monétaire en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis. En d'autres termes, et pour nous exprimer d'une façon plus précise, les devises servaient, d'une part, de support à la circulation monétaire dans les pays qui pratiquaient la politique des devises et, d'autre part, circulaient sous forme de monnaie-virement à l'étranger. Finalement, au gonflement des crédits particulier à certains pays, ce dont nous traiterons dans la section suivante, le gold exchange standard a ajouté le gonflement international des crédits. La banque d'émission possédant un montant en devises accordait un crédit, mais en contre-partie de ce montant la banque commerciale étrangère auprès de laquelle ce montant fut généralement déposé voyait sa base de crédit élargie, ce qui a eu pour conséquence de doubler le volume des crédits. « La pratique, dit M. Germain-Martin, recommandée par la Conférence de Gênes, d'économiser l'or, en constituant des réserves de devises échangeables contre de l'or afin de régulariser les cours du change, avait favorisé le développement des cascades de crédit. La nation qui était propriétaire de ces devises les avait laissées sur les marchés étrangers où elles pouvaient procurer des revenus. Inscrites dans les avoirs des banques elles servaient de support à des couvertures de crédit faites à la clientèle qui obtenait à son tour des possibilités de spéculation ou d'achats, source de nouveaux crédits » (1).

(1) Germain-Martin, *La circulation internationale des capitaux*, p. 7.

En permettant ainsi la création du crédit simultanément sur deux marchés sur la base d'une même quantité d'or, le gold exchange standard a donc encouragé la pénétration des éléments d'inflation dans l'édifice du crédit international. Une telle superposition, en favorisant l'abondance monétaire, a contribué sans aucun doute à intensifier la crise économique. « Né de l'inflation, généralisé par elle, le gold exchange standard, dit M. Lebée, est lui-même générateur d'inflation ; il est dans une large mesure responsable de la crise mondiale, d'autant plus grave qu'elle a été plus longtemps retardée par l'édifice de crédits dont il a permis artificiellement le maintien » (1).

Il est vrai que le danger d'une double inflation fut évité dans la mesure où les banques centrales régies par l'étalon-or réel s'efforçaient de ne pas accroître le crédit, dans leurs propres pays, jusqu'à la limite autorisée par leur encaisse-or. « Il n'en est pas moins vrai que, tout compte fait, l'application de l'étalon de change-or a eu pour résultat évident de contribuer à l'inflation du crédit qui a sévi de 1925 à 1929 ; et, d'ailleurs, ce système avait été surtout institué pour économiser l'or » (2).

En outre, l'étalon du change-or a eu également pour conséquence de contrarier l'effet réciproque des transferts de réserves des banques centrales, car son fonctionnement a eu souvent un effet unilatéral sur le volume du crédit, ce qui a compliqué, dans une certaine mesure, le mécanisme du système international. Comme on l'a dit plus haut, la banque centrale, soumise au régime de l'étalon de change-or, détenait le plus souvent ses avoirs

(1) *Op. cit.*, p. 161 et 162.

(2) *La situation économique mondiale 1931-1932*, p. 230.

étrangers sous la forme d'un dépôt à vue, portant intérêt, dans une banque commerciale étrangère située dans un centre qui payait en or. Si la créance de la banque d'émission sur la banque commerciale était vendue à un négociant qui avait à régler ses dettes sur le marché auquel appartenait la banque commerciale, les effets de cette opération pour la banque d'émission en question se manifestaient dans la restriction du crédit qu'elle était amenée à opérer sur son propre marché. Mais les effets réciproques ne se produisaient pas dans le pays dans lequel se trouvait la banque commerciale, et il pouvait arriver que le seul changement intervenu dans la position de cette banque fût la substitution d'un déposant national à un déposant étranger. De plus, il se pouvait que la banque centrale dudit pays restât dans l'ignorance de l'opération et, par conséquent, sa politique ne subissait aucun changement.

D'autre part, si le pays qui possédait ces avoirs étrangers en transférait au profit d'un pays autre que celui où ces avoirs étaient déposés, les effets de l'opération étaient encore différents suivant la façon dont le transfert était effectué. Si les deux parties avaient des dépôts dans le même pays et si le transfert s'effectuait entre leurs comptes respectifs, il y avait réciprocité d'effets entre eux, mais l'effet était nul sur le pays dans lequel se trouvaient ces dépôts. Dans le cas où le transfert s'effectuait par la conversion de ces avoirs en or et par l'expédition de cet or dans le pays auquel le paiement devait être fait, il y avait une triple influence qui pouvait cependant ne pas avoir de relation avec la balance réelle des paiements entre le pays où se trouvait le dépôt et aucun des deux autres.

« Une économie dans l'emploi de l'or a été obtenue,

mais en même temps le fonctionnement de l'étalon d'or a été rendu plus compliqué » (1).

Enfin, l'adoption du gold exchange standard sur une vaste échelle a fait apparaître sur le marché mondial une forme nouvelle de capitaux liquides qui a pris, on l'a vu, des proportions d'une grandeur inconnue avant la guerre. Comme les banques d'émission pouvaient librement transférer leurs avoirs d'une place à une autre, non seulement en cas de nécessité absolue, mais aussi lorsque de meilleures conditions d'arbitrage ou des taux d'intérêt plus élevés permettaient d'obtenir un gain plus considérable, cette politique a été néfaste à un double point de vue : d'une part, elle a permis aux banques commerciales dans les centres d'or de se rendre, à un certain degré, indépendantes du contrôle de leur propre banque d'émission, ce qui a eu pour conséquence de contrecarrer, dans une certaine mesure, la politique d'escompte des banques d'émission dans les centres d'or, et, d'autre part, elle a largement contribué à détruire le système de l'étalon-or. On a vu qu'il a fallu la crise internationale de crédit de 1931, au cours de laquelle les réserves en devises se sont disloquées, pour se rendre compte combien fut dangereuse la solidarité étroite que la pratique abusive du gold exchange standard avait établie entre les systèmes monétaires des différents pays.

*
* *

Dans le chapitre consacré à l'étude des conditions de

(1) *Deuxième Rapport provisoire de la Délégation de l'or*, 1931, p. 15.

la stabilisation d'une monnaie de papier, nous avons dit que presque toutes les banques d'émission européennes ont pratiqué, pendant une période plus ou moins longue, la stabilisation de fait de leur monnaie. Par conséquent la stabilisation légale ne fit que consacrer un état de chose existant.

Nous avons vu également que la France, pour arriver au « Gold Bullion Standard » avait dû passer, elle aussi, par le « Gold Exchange Standard » et que le « gold point » ne jouant pas, des courants spontanés d'or avec leurs effets habituels ne pouvaient pas se produire.

La politique du gold exchange standard pratiquée par la France doit être prise constamment en considération lorsqu'on recherche les effets de l'étalon de change-or sur la dépression mondiale, car elle a le plus contribué au maintien sur les marchés étrangers d'importantes ressources à court terme (1). En permettant aux marchés monétaires du monde de renforcer leur possibilité : soit de faire des prêts à l'étranger, soit de développer le crédit intérieur, elle a facilité la hausse boursière de 1927 à 1929 qui a maintenu, surtout en Amérique, comme nous le verrons dans la section suivante, une consommation artificielle, ce qui a voilé pendant longtemps la baisse commençante des prix et différé l'éclosion de la crise.

Cette constatation pourrait porter à croire que si la France avait procédé plus tôt à la stabilisation légale de sa monnaie, cette mesure aurait eu pour conséquence de provoquer, dans les limites des *gold-points*, des sorties d'or des Etats-Unis et d'Angleterre vers la France. Devant

(1) A la fin de 1928, les avoirs en devises de la Banque de France représentaient encore 51 p. 100 du stock de devises de toutes les banques centrales.

la diminution de leur encaisse les Banques Fédérales de Réserve et la Banque d'Angleterre auraient été obligées d'élever aussitôt leur escompte. La crise aurait peut-être éclaté plus tôt, mais la hausse des valeurs de bourse, qui a joué un si grand rôle dans la crise, aurait été limitée et la crise elle-même atténuée.

C'est de cette façon que raisonnent ceux qui croient que la stabilisation légale du franc effectuée plus tôt aurait provoqué, grâce à l'élévation du taux de l'escompte, une contraction monétaire sur les marchés de New-York et de Londres et, par suite, une baisse des marchés financiers, ce qui eut été le meilleur frein aux excès spéculatifs qui commençaient à se donner libre cours (1).

Ce raisonnement semble ne pas tenir compte du fait que la Banque de France, se rendant compte, ainsi que nous l'avons dit, du danger que constituait cette accumulation d'avoirs sur les places étrangères, a voulu réaliser volontairement et consciemment ce qui se serait produit par des opérations d'arbitrage si celles-ci avaient pu jouer, mais que sa politique se heurta à celle de la Banque d'Angleterre. La Banque de France, pour ne pas diminuer l'encaisse de l'Institut d'émission anglais et devant la répugnance de ce dernier à élever le taux de l'escompte, renonça finalement à continuer de convertir en or ses avoires en livres sterling. Nous avons mentionné également, dans le chapitre précédent, que les Banques de Réserve Fédérale américaines, par leurs interventions sur le marché libre, tendaient à éviter les conséquences des sorties d'or effectuées par la France. A cette occasion

(1) Voir notamment Raymond Philippe, *Le drame financier 1924-1928*, p. 133 et suiv.

nous avons reproché à ces Banques leur manque de coopération, mais si ce reproche est justifié lorsqu'on pense aux règles qui doivent présider au fonctionnement régulier de l'étalon-or, il n'en est pas moins vrai que les efforts des Banques de Réserve Fédérale, tendant à maintenir l'abondance des disponibilités monétaires sur le marché de New-York, avaient pour objet, dans une large mesure, de soutenir, de façon indirecte, la politique de la Banque d'Angleterre. Aussi, peut-on dire que c'est la coopération entre les banques d'émission plutôt que le retard lui-même dans la stabilisation légale du franc français qui a contribué au maintien, sur les places étrangères, d'une abondance monétaire et, par là, à l'aggravation de la crise.

SECTION II

La coopération des Banques d'émission en matière de crédit.

Nous avons tenu pour indispensable que le gold exchange standard préconisé par la Conférence de Gênes ne peut être négligé lorsqu'on se propose de s'enquérir des conséquences qu'a eues la coopération des banques d'émission sur la crise économique mondiale de 1929.

C'est aux banques d'émission, en effet, que la Conférence avait laissé le soin d'arrêter les modalités d'application de ce système et, si la réunion projetée de ces instituts n'eut jamais lieu, nous venons de voir que la politique ébauchée à la Conférence de Gênes ne resta néanmoins pas dans le domaine de la théorie pure. Les banques d'émission ne perdirent jamais de vue les vœux formulés par cette conférence et le gold exchange standard, après

avoir été appliqué pendant la stabilisation de fait de la monnaie, fut en partie consacré légalement.

Mais la Conférence de Gênes ne se borna pas seulement à recommander la coopération des banques d'émission sous la forme de l'adoption du gold exchange standard par la plupart des pays, laissant seulement à quelques-uns d'entre eux la détention des réserves métalliques pour le monde entier. Elle insista encore d'une façon générale pour que cette coopération soit constante, ce qui devait permettre aux banques d'émission de coordonner leur politique en matière de crédit. « Les mesures d'assainissement monétaire, dit la *Résolution* 3, seront facilitées si l'on parvient à développer la pratique d'une coopération constante entre les banques centrales d'émission ou les banques chargées du contrôle de crédit dans les divers pays. Une telle coopération des banques centrales qui ne serait pas nécessairement limitée à l'Europe, donnerait la possibilité de coordonner la politique suivie en matière de crédit sans entraver la liberté d'aucune banque ».

Sous cette forme la politique de coopération des banques d'émission fut également appliquée.

On a déjà eu l'occasion de faire remarquer que c'est en 1924 et 1927 que les Banques de Réserve Fédérale américaines ont augmenté volontairement le volume des crédits disponibles. On a dit également que la politique de crédit à bon marché, tout en tendant à stimuler l'activité économique qui s'était ralentie au cours de ces années-là, visait en même temps à aider l'Europe dans ses efforts de stabilisation monétaire. « Pendant toutes ces années d'importations d'or, à partir de 1920, la direction de la « Federal Reserve Bank » de New-York, dit M. Ro-

berts, se tint en contact étroit avec les autorités des principales banques centrales de l'Europe, en vue de restreindre cet afflux d'or, dans la mesure du possible, par une action concentrée » (1). La Délégation de l'Or du Comité financier de la Société des Nations n'a pas manqué, elle non plus, d'attirer l'attention sur ce fait lorsqu'elle déclare : « Le rétablissement de l'étalon-or dans de nombreux pays a fourni l'occasion d'établir une coopération plus étroite entre les banques centrales. Cette coopération s'est affirmé notamment en 1924 et en 1927, lorsque la politique d'aisance monétaire adoptée ces années-là par les « Federal Reserve Banks » avait pour objet, non seulement d'agir sur la situation intérieure, mais aussi d'aider les banques centrales européennes, d'abord à rétablir, puis, à maintenir l'étalon-or » (2).

Toutefois, c'est surtout en 1927 que la politique de crédit des Banques Fédérales de Réserve a subi plus directement les répercussions des influences internationales et notamment des efforts qui ont été déployés en vue d'une coopération des banques centrales.

Nous avons vu qu'en mai 1927 il s'est produit un important mouvement d'or de Londres à destination de Paris, menaçant la stabilité de la devise anglaise, et qu'une conférence entre les autorités bancaires des principaux pays financiers eut lieu peu après à New-York. Nous avons dit qu'à la suite de ces entretiens un accord intervint : en août 1927, les taux de réescompte furent abaissés aux Etats-Unis et des sorties d'or se produisirent à des-

(1) George E. Roberts, *Les mouvements d'entrée et de sortie de l'or en ce qui concerne les Etats-Unis d'Amérique, 1914-1919, et leurs effets*. (Dans *Documents sélectionnés...*, p. 48).

(2) *Rapport (final)*, p. 16, § 36.

tion de l'Europe et d'autres parties du monde. Le but immédiat visé sur le plan international par les Banques de Réserve, c'est-à-dire une meilleure répartition de l'or dans le monde, et surtout l'amélioration du change anglais, fut atteint. En un mot, les monnaies qui venaient d'être ou allaient être rétablies sur la base de l'or furent soutenues par des sorties d'or des Etats-Unis et la situation financière du monde s'en trouva améliorée. En même temps, l'action entreprise par la Reserve Federale fut suivie dans le pays par une rapide reprise des affaires — second but visé par la politique de l'argent plus facile. Mais l'expansion de crédit ainsi inaugurée (1) par les Banques de Reserve Federale, tout en aidant le monde à retrouver la stabilité monétaire et commerciale, stimula la spéculation à laquelle le marché des valeurs offrait déjà un large champ d'action. L'ampleur de la spéculation sur les valeurs de bourse dépassa toute prévision, si bien qu'en se plaçant à ce point de vue, la coopération pratiquée entre les banques d'émission pendant l'année 1927 se montra particulièrement préjudiciable. « Ce ne fut pas là, dit M. Rueff, l'une des moindres causes des excès de crédit qui ont marqué la période ascendante du cycle économique et conduit à la grande période de spéculation qui s'est terminée en 1929 » (2).

L'offre de crédits bon marché disponibles pour les placements, étant abondante, a eu pour premier effet de relever

(1) Pour éviter le resserrement du marché monétaire intérieur qui avait été une conséquence naturelle des exportations d'or, les autorités des Banques Fédérales procédèrent à l'achat, sur le marché libre, d'effets commerciaux ainsi que d'obligations d'Etat, comme nous l'avons déjà dit à plusieurs reprises.

(2) Jacques Rueff, *Défense et illustration de l'étalon-or* — Conférence faite le 17 mars 1932. (Dans *Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, p. 212.)

les prix des valeurs existantes. D'autre part, la plus-value du capital s'est produite très rapidement, de sorte que de nombreuses ressources ont été attirées sur le marché des placements malgré le faible rendement des valeurs. C'est ainsi que les placements spéculatifs encouragèrent le développement industriel, notamment dans les industries de consommation, car la hausse des valeurs mobilières, par les bénéfices apparents qu'elle déclenchait, créait de nouveaux pouvoirs d'achat. De plus, de nombreuses personnes réglaient leurs dépenses d'après des espérances qui ne devaient pas se réaliser.

En même temps, le crédit à bon marché et aisé à obtenir rendait plus facile le maintien de divers plans de contrôle des prix. En facilitant l'accumulation des stocks, il a permis de maintenir en grande partie, au cours des années 1927 à 1929, les prix de certains produits, notamment des produits agricoles, à des niveaux relativement élevés. Il permettait aussi l'utilisation en grand de moyens de production mécaniques. C'est encore l'agriculture qui en bénéficia le plus et, en conséquence, la production agricole augmenta d'une manière considérable du milieu de 1927 à la fin de 1928. « Voilà donc, disait M. Hacaoult, le développement du crédit en action, concourant, avec d'autres facteurs sans doute, mais concourant pour une large part à une surproduction mondiale non seulement des produits, mais des machines à produire » (1).

Il va sans dire que le krach de Wall Street, par la contraction de la demande qui en résulta, devait avoir de graves répercussions sur les industries qui avaient bénéficié

(1) Hacaoult, *Les caractéristiques de la présente crise économique* (Communication à la Société d'économie politique), *Journal des économistes*, octobre 1930, p. 222.

ficié de cette demande artificielle et que les stocks accumulés en excédent de la demande furent l'un des éléments qui contribuèrent à la baisse des prix qui jusqu'alors étaient soutenus artificiellement. Cette baisse devait être, par contraste, encore plus frappante.

*
* *

Le développement exagéré du crédit aux Etats-Unis n'eut pas ses effets que dans ce pays. En effet, la politique américaine de crédits à bon marché fournit aussi aux pays débiteurs, sous la forme de nouveaux emprunts, les moyens de faire face au paiement des intérêts et d'être dans la possibilité de maintenir le niveau des salaires et le train de vie de la nation en général à des conditions qui eussent été impossibles sans cette aide (1). Elle permit également à l'Angleterre de suivre une politique analogue ; ce qui, étant donné l'influence universelle dont bénéficiait la politique monétaire de la Grande-Bretagne, n'a pas été indifférent à la facilité avec laquelle, pendant la même période, d'autres pays ont su largement user du crédit, servant ainsi de champ d'opération à des spéculations diverses (2). Pour cette raison le cas anglais mérite, en particulier, d'être exposé et cela d'autant plus que

(1) De 1.156 millions de dollars, en 1926, les émissions étrangères sur le marché de New-York se sont élevées à 1.573 millions de dollars en 1927. En 1928 elles étaient encore de 1.325 millions de dollars.

(2) D'ailleurs en Angleterre même on a observé en 1929, par exemple, que si le taux de la Banque d'Angleterre venait à être porté à un niveau plus élevé, cette mesure aurait entraîné une gêne financière pour la plupart des pays européens dont les banques d'émission eussent été amenées à élever, de leur côté, les taux d'escompte. (Voir Eug. Boislandry Dubern, *Les mouvements de l'or*, *Revue économique internationale*, septembre 1929, vol. III, p. 612.)

nous avons parlé à plusieurs reprises des sorties d'or de ce pays sans en indiquer les causes profondes. Cet exposé nous permettra ainsi d'une façon rétrospective de connaître ces causes.

* * *

Tout le monde sait aujourd'hui que l'Angleterre a commis une lourde erreur en ramenant en 1925, au prix de tant de sacrifices, malgré la formidable inflation pratiquée pendant la guerre, la livre sterling à son pair d'avant-guerre. Au moment où cette opération fut effectuée, il existait déjà le déséquilibre entre les prix intérieurs et les prix extérieurs et spécialement ceux des Etats-Unis d'Amérique, compte tenu de la parité-or. Les indices correspondants établis par le *Federal Reserve Board* sur des bases identiques sont en avril 1925 : pour les Etats-Unis de 163 et, pour la Grande-Bretagne, de 171. En d'autres termes, au cours choisi, le pouvoir d'achat extérieur de la livre sterling est resté supérieur à son pouvoir d'achat intérieur, c'est-à-dire la même quantité d'or possédait un pouvoir d'achat différent à l'intérieur et à l'extérieur.

La tendance des prix-or internationaux, depuis 1925, étant à la baisse, le déséquilibre entre les niveaux des prix s'est accentué, car la politique de diminution des prix intérieurs, à la suite des raisons politiques et sociales, était difficile à appliquer. De ce fait, l'Angleterre a vu ses importations augmenter pendant que son industrie souffrait et que le chômage s'accroissait.

Ainsi le retour de la livre au pair en constituant une véritable prime à l'importation et mettant, par contre,

un frein à l'exportation a entraîné pour la Grande-Bretagne une réduction sensible des débouchés et tendu à rendre, à partir de 1924, encore plus défavorable sa balance du commerce (1). C'est de ce phénomène, auquel venait s'ajouter un perfectionnement industriel des pays étrangers (2), surtout de l'Amérique et de l'Allemagne, qu'a souffert le commerce extérieur anglais, ce qui s'est répercuté sur la balance des comptes de la Grande-Bretagne. Toutefois cette balance, malgré le déficit commercial (3), était favorable au moins jusqu'en 1931, c'est-à-dire jusqu'au moment où les créanciers anglais ont commencé à faire défaut, et c'est dans la politique anglaise des *prêts à l'étranger* qu'il fallait surtout chercher la source des difficultés monétaires de l'Angleterre. « Une diminution des emprunts étrangers soulagerait la tension des changes », disait le professeur Keynes (4). En effet, ce pays, pour conserver des marchés étrangers — sud-américains, par exemple, menacés par la finance des Etats-Unis — arrivait à placer au dehors plus qu'il ne convenait de le faire si l'on voulait conserver à l'encaisse métallique un niveau plus élevé (5) et surtout plus que ne le lui permettaient les excédents de sa balance des comptes, ainsi qu'on peut le voir sur le tableau ci-après.

(1) A la suite du cours élevé auquel la lire a été stabilisée, des effets semblables se sont produits en Italie.

(2) Voir André Siegfried, *La crise britannique au XX^e siècle*, Paris, 1931.

(3) Ce déficit a été évalué à 366 millions de livres sterling pour l'année 1929 et à près de 400 millions de livres sterling pour l'année 1930.

(4) Keynes, *Essais de persuasion*, p. 91.

(5) Avant la guerre la couverture métallique dépassait souvent 100 %, alors qu'après la guerre elle a oscillé entre 30 et 35 %. En février 1931, c'est-à-dire avant la crise mondiale de crédit, elle ne dépassait guère 31 %.

	Excédent de la balance britannique des comptes (en millions de livres sterling)	Emissions étrangères et coloniales sur le marché de Londres
1924.	86	134
1925.	54	88
1926.	9	112
1927.	114	139
1928.	152	143
1929.	151	94
1930.	39	109
	605	819

Encore il fallait y ajouter tous les placements extérieurs à long terme faits par les particuliers sans émission de valeurs et dont le chiffre n'est pas connu. D'autre part, on sait que grâce au marché des acceptations de banques très perfectionné à Londres, les prêts à court terme prennent toujours sur cette place des proportions d'une ampleur considérable, de sorte qu'à côté de ces placements à long terme, il faut prendre en considération de très importants placements à court terme que les banques anglaises avaient faits à l'étranger.

Ces placements extérieurs, soit à long soit à court terme, dépassant l'actif net de la balance des comptes, ont été rendus possibles grâce à des capitaux qui étaient prêtés à l'Angleterre à court terme par l'étranger et qu'elle prêtait à son tour. Cette politique se trouva largement facilitée par l'application du « Gold Exchange Standard », car les montants des emprunts de restauration monétaire contractés par divers pays d'Europe ont été conservés pour la plus large part à Londres sous la forme de dépôts représentant les réserves or des banques d'émission.

L'Angleterre faisait ainsi des placements à long terme non seulement avec ses propres capitaux, mais aussi avec des capitaux qu'on lui avait prêtés à court terme ; cependant la politique de prêter à long terme et d'emprunter à court terme, pour présenter des avantages certains d'un point de vue général, n'en constitue pas moins une continuelle menace pour la bonne tenue de la monnaie nationale.

Dans ces conditions, le maintien, par la Banque d'Angleterre, d'une proportion suffisante entre son encaisse et ses exigibilités, était rendu plus difficile. Elle devait pratiquer une politique d'escompte très énergique pour défendre son or contre des sorties exagérées. Or, la Banque d'Angleterre y avait renoncé pour les raisons suivantes : d'une part, elle a voulu donner à l'industrie et au commerce britanniques, très éprouvés par le retour de la livre au pair, des facilités de crédit très grandes ; d'autre part, l'intérêt du Trésor anglais, étant donné l'existence d'une dette flottante non consolidée dont l'échéance exigeait de nouvelles émissions, a été de voir le taux de l'escompte de la Banque d'Angleterre se maintenir aussi bas que possible, car on sait que ces émissions coûtent d'autant moins cher au Trésor que le taux d'intérêt est plus bas. « Il est incontestable, écrivait le professeur Jèze, que la Banque d'Angleterre a un taux de l'escompte très bas. Elle devrait relever ce taux afin d'attirer les capitaux étrangers. Les cours de la livre s'en ressentiraient immédiatement. Mais, poursuit-il, il y a une objection de prestige et de protection de l'industrie nationale. On a la sensation que la Banque d'Angleterre, spontanément ou sur la pression du gouvernement, maintient le taux de

l'escompte au-dessous de ce qu'il devrait être pour défendre l'encaisse métallique » (1).

Pour ces diverses raisons l'Institut d'émission anglais croyait donc, par une politique énergique du taux de l'escompte, remédier à une difficulté pour en aggraver une autre (2). Aussi sa politique a-t-elle constamment tendu, depuis 1925, à faciliter le crédit sur la place de Londres. Dans ce but, la Banque d'Angleterre abaissait souvent son taux d'escompte dans les circonstances qui, du point de vue monétaire, n'autorisaient pas cet abaissement, ou encore ne procédait que trop tard à l'élévation de ce taux. C'est ainsi, par exemple, que l'abaissement du taux de l'escompte de 5 à 4 $\frac{1}{2}$ % le 7 août 1925 provoqua des sorties d'or. Du 7 août au 2 septembre 1925, 2 millions de livres furent retirés de la Banque d'Angleterre. Cela n'empêcha pas cette dernière de réduire, le 1^{er} octobre, son taux à 4 %, quoique les sorties d'or constituassent un élément défavorable à cet abaissement. Comme il était facile de le prévoir, l'abaissement du taux de l'escompte accéléra les exportations d'or et ce n'est que le 4 décembre 1925 que la Banque d'Angleterre releva son taux de 4 à 5 %. De même, le 21 avril 1927, le taux de l'escompte a été réduit de 5 à 4 $\frac{1}{2}$ %, malgré la pression extérieure exercée sur le marché de Londres. Enfin, en 1929, le taux de l'escompte n'a été élevé de 5 $\frac{1}{2}$ à 6 $\frac{1}{2}$ % que le 26 septembre, bien que cette mesure dût intervenir beaucoup plus tôt, car, dès la fin de juin, les sorties d'or étaient assez importantes pour que le taux

(1) *Journal des finances*, 27 février 1931, p. 130.

(2) « Nous retrouvons ici cette fatalité de l'économie britannique d'après-guerre, l'aspect contradictoire de ses intérêts fondamentaux », disait M. Siegfried. (*Op. cit.*, p. 95.)

de l'escompte fût élevé. Nous avons vu également que le taux de l'escompte était maintenu trop bas en 1930.

Il est évident que cette tergiversation dans la politique d'escompte de la Banque d'Angleterre n'a pas été sans influencer désavantageusement les capitalistes étrangers.

Mais il y a plus : non seulement que le taux de l'escompte a été maintenu à un niveau aussi bas que possible, malgré des sorties d'or considérables, mais encore la Banque d'Angleterre intervenait sur le marché libre pour y remplacer par des achats d'effets les disponibilités absorbées par des sorties d'or.

Ainsi la politique d'après-guerre de la Banque d'Angleterre a été l'inverse de celle qu'elle pratiquait avant la guerre. Tandis qu'avant la guerre l'Institut d'émission britannique n'hésitait pas à élever le taux de l'escompte toutes les fois que la situation des changes étrangers semblait imposer cette mesure, depuis la guerre elle a tendu à réaliser une certaine stabilité de ce taux. Avant la guerre, en présence de la diminution de son encaisse, le souci de la Banque d'Angleterre n'était pas d'accroître le crédit, mais bien de le restreindre. A cet effet, par des ventes de titres lui appartenant, elle exerçait une politique de contrôle très sévère qui tendait, comme on l'a dit dans le premier chapitre de la première partie, à obliger le marché de Londres de suivre le taux d'escompte officiel. Cette politique d'intervention sur le marché libre ne s'est donc jamais exercée que dans le sens restrictif, ce qui veut dire que l'achat de titres par la Banque d'Angleterre, en vue d'accroître les disponibilités du marché, n'a jamais eu lieu.

Or, depuis la guerre, si la Banque d'Angleterre est

intervenue sur le marché c'était dans la plupart des cas pour acheter des titres en vue de remplacer momentanément les disponibilités monétaires que les sorties d'or enlevaient au marché. Elle croyait que l'or qui sortait avait un caractère saisonnier et finirait par lui revenir. C'est ainsi, par exemple, qu'entre le troisième trimestre de 1928 et le dernier trimestre de 1929, la Banque d'Angleterre a vu diminuer son encaisse-or de 31 millions de livres sterling, alors que le portefeuille de titres a augmenté de 21 millions de livres, les dépôts n'ayant varié que de 3 millions de livres pendant la même période (1).

Finalement la politique monétaire de l'Angleterre a eu pour conséquence de faire accentuer le déséquilibre dans la distribution mondiale de l'or. Cette politique a faussé, dans une certaine mesure, le fonctionnement normal des marchés monétaires du monde en maintenant sur ces marchés une quantité de crédits supérieure à celle dont normalement ils avaient besoin (2).

L'assistance qui a été donnée à la Banque d'Angleterre par d'autres banques centrales en porte une large part de responsabilité. D'abord, en 1926, quand la livre sterling perdait 60 centimes et plus à Bruxelles et que normalement cet écart aurait provoqué des exportations d'or d'Angleterre vers la Belgique, suivies d'une élévation du taux de l'escompte anglais, la Banque Nationale de Belgique, ne voulant pas contrarier la Banque d'Angleterre, alors en situation difficile par suite de la grève minière, s'est arrangée de façon à ne pas provoquer de sortie d'or d'Angleterre (3). De son côté, la Banque de

(1) Gregory, *op. cit.*, p. 28.

(2) Rist, *Cours de doctorat 1931-1932*, p. 162.

(3) Fernand Baudhuin, *Finances belges. La stabilisation et ses conséquences*, p. 170 et 171.

France, en cessant ses achats d'or sur le marché de Londres, a dispensé la Banque d'Angleterre d'élever le taux de son escompte. Enfin, l'abaissement artificiel du taux de réescompte des Banques Fédérales de Réserve américaines, en août 1927, a épargné à la Banque d'Angleterre la nécessité de relever le sien. D'ailleurs cet abaissement a été surtout effectué pour faciliter la tâche de la Banque d'Angleterre et lui éviter précisément les relèvements de taux nécessaires, ainsi que nous l'avons déjà indiqué.

*
* *

De tout ce qui a été dit au cours de ce chapitre, il ressort que la crise économique mondiale de 1929 a été précédée d'une grande inflation de crédit grâce à laquelle ont pu être cachés, pendant un certain temps, les causes profondes de la dépression. La politique monétaire et la politique de crédit, en empêchant la baisse des prix de se produire plus tôt, ont encouragé la production et contribué ainsi à accroître encore la surproduction. En stimulant artificiellement l'activité des affaires, le surcroît de crédit a eu pour effet de retarder et de rendre plus difficile la liquidation des excédents de production qui, même sans inflation de crédit, étaient déjà considérables. D'où la gravité et l'intensité de la crise qui a suivi l'effondrement du « boom » en automne 1929.

Si la baisse des prix s'était produite sur le niveau de 1927, le mal aurait été moins grand qu'avec cette chute profonde sur les niveaux de 1929. « Crise inévitable, en tout cas, poursuit M. Raymond Philippe, mais dans la première hypothèse, simple réajustement entre deux niveaux relativement peu éloignés l'un de l'autre ; dans la seconde,

hausse complètement injustifiée, suivie d'une baisse catastrophique, avec la nécessité de chercher une ligne de repli d'autant plus lointaine que l'avance avait été plus imprudente et plus folle. Dans le premier cas : chute d'un homme qui se serait jeté du premier étage et qui, s'étant cassé la jambe, aurait dû rester alité pendant quelques mois ; dans le second : chute d'un homme qui, s'étant jeté du septième étage, aurait des blessures si graves et si multiples qu'elles mettraient ses jours en danger » (1). En effet, la politique monétaire et la spéculation ont été comparables, durant deux ans, à une digue grâce à laquelle les prix ont pu être maintenus au-dessus de leur niveau normal, mais la digue une fois brisée, a occasionné une chute de ces prix beaucoup plus forte que si l'on avait laissé aux événements suivre leur cours normal. La croyance en 1928 et 1929, à une consommation en progrès constant n'était qu'un leurre, car l'accroissement du pouvoir d'achat avait un caractère tout à fait artificiel.

La coopération des banques d'émission a contribué, pour une large part, à cet état de choses. C'est en grande partie grâce au « Gold Exchange Standard », abandonné maintenant, en fait, par presque tous les pays (2), et à la politique d'argent à bon marché inaugurée par les Banques Fédérales de Réserve en 1927 que le montant des capitaux à court terme sur les principaux marchés de l'argent a augmenté rapidement. L'existence de ces capitaux contribua à favoriser la spéculation boursière

(1) Raymond Philippe, *op. cit.*, p. 136 et 139.

(2) La Tchécoslovaquie, en diminuant la valeur de sa monnaie, a consacré légalement l'abandon du gold exchange standard. Dorénavant le minimum de couverture se composera uniquement de l'or, les devises ne devant plus servir, à l'avenir, que de couverture supplémentaire pour l'émission des billets.

aux Etats-Unis de même que la politique de prêts à court et à long terme de la Grande-Bretagne dont la capacité de prêter à l'étranger fut largement dépassée, ainsi que l'ont prouvé les événements qui se sont déroulés au cours de la seconde partie de l'année 1931.

L'accroissement continu des capitaux à court terme sur les marchés prêteurs a rendu également plus facile l'ouverture de crédits à l'Allemagne et, par son intermédiaire, à la Russie.

Pendant toute la période de 1925 à 1929, ce mouvement persista.

Le fonctionnement de la machine monétaire se trouva troublé par cette masse énorme de capitaux flottants.

On connaît encore l'imprudence, surtout dans les pays de l'Europe centrale, d'immobiliser une partie de plus en plus importante de ces crédits à court terme en placements à moyen et à long terme.

Après l'effondrement de la Bourse des valeurs, en octobre 1929, des courants contradictoires se dessinèrent dans les mouvements des capitaux à court terme. Il était facile d'en prévoir les conséquences et cela d'autant plus que nous avons vu que le montant total des dettes internationales à court terme, existant au début de 1931, s'élevait à plus de 50 milliards de francs suisses, soit environ 10 milliards d'anciens dollars (1). La Banque des Règlements internationaux se rendait d'ailleurs parfaitement compte du danger que cette situation constituait pour la stabilité de la monnaie et « son principal objectif », dans la pre-

(1) Dans son *Quatrième Rapport Annuel* (1^{er} avril 1933-31 mars 1934, p. 34), la Banque des Règlements Internationaux a rectifié ce chiffre en le portant à 70 milliards de francs suisses.

mière moitié de 1931, a été « de pousser à la réduction du volume des crédits à court terme sur les marchés internationaux et leur transformation en capitaux plus permanents » (1). Mais les événements sont allés en se précipitant et nous avons vu que les mouvements de capitaux à court terme, devenant de plus en plus violents, compromirent finalement la stabilité monétaire dans une grande partie du monde commercial.

(1) *Deuxième Rapport Annuel*, 1^{er} avril 1931-31 mars 1932, p. 8.

CONCLUSION

CONCLUSION

L'évolution économique s'effectuant dans le sens d'une interdépendance croissante des peuples, depuis la guerre les négociations internationales se sont poursuivies et nous avons vu tout au cours de cette étude que les Banques d'émission ont tendu de leur côté à développer l'esprit de coopération internationale.

La politique de « stérilisation » de l'or pratiquée par les Banques Fédérales de Réserve américaines a été grandement inspirée par la situation des autres pays.

Dans les stabilisations monétaires proprement dites de la période de l'après-guerre, la coopération des Banques d'émission, se manifestant par le concours de crédit, fut des plus actives. En contribuant à la stabilisation des monnaies européennes, cette coopération fit œuvre utile.

Elle donna également de bons résultats en 1927 quand les Banques de Réserve Fédérale favorisèrent, par leur politique d'escompte, la rentrée en Europe et dans les autres pays du monde, d'une partie de l'énorme stock d'or qui s'était accumulé aux Etats-Unis pendant et après la guerre. Par cette nouvelle répartition de l'or les grandes banques centrales réalisèrent un meilleur équilibre de l'or dans le monde, ce qui, à première vue, ne pouvait présenter que des avantages.

Mais ces avantages ne furent malheureusement que de très courte durée, car ils furent contrebalancés par les

conséquences que la politique d'argent à bon marché produisit dans d'autres domaines. La pratique du système de devises comme fondement de la circulation monétaire et dont les avantages ont été également contrebalancés par les défauts que l'étalon de change-or a présentés dans son fonctionnement, a concouru au même résultat.

Aussi la coopération des Banques d'émission préconisée par la Conférence de Gênes de 1922 a-t-elle produit, en fin de compte, plus d'inconvénients que d'avantages. Voulant hâter et assurer la stabilisation monétaire dans le monde, elle a dissimulé, pour une bonne part, les éléments de déséquilibre entre la production et la consommation, contribuant ainsi dans une large mesure à rendre la crise plus longue et plus aiguë.

C'est grâce souvent à cette coopération que les banques d'émission de certains pays dont dépendait précisément, en grande partie, la politique monétaire des autres pays, se sont écartées des principes fondamentaux qui caractérisent le fonctionnement normal de l'étalon-or. En d'autres termes, étant un moyen de différer les mesures d'es-compte qui s'imposaient, la coopération des Banques d'émission a été particulièrement néfaste pour l'étalon-or, car le mécanisme de ce système s'en est trouvé faussé.

En favorisant l'accumulation sur les marchés monétaires du monde d'une masse énorme de capitaux flottants qui se sont déplacés avec une rapidité anormale, la coopération des Banques d'émission a contribué également et indirectement à l'abandon ultérieur du système international de l'étalon-or lui-même.

De ces constatations se dégagent certaines conclusions :

1. — En ce qui concerne d'abord la dépression actuelle

des prix-or leur tendance spontanée étant à la baisse — les premiers symptômes en apparaissent vers 1926 — par suite des facteurs que nous avons soulignés au cours de cette étude, on peut dire, à peu près avec certitude, que le monde traverse depuis lors une de ces périodes de longue durée de baisse, qui peuvent persister des dizaines d'années. Les caractères de cette évolution de longue durée ne « sont apparus que peu à peu, au fur et à mesure qu'étaient éliminées les influences parasites nées du financement de la guerre, et sont devenues manifestes, dès 1925, à la suite de la réforme monétaire anglaise, époque à laquelle il semble qu'on soit entré dans une ère de lente et persistante dépression des prix comparable à celle qui a duré de 1873 à 1895 » (1). Si la baisse générale des prix ne s'est pas produite plus tôt, il faut en incriminer, dans une large mesure, les facteurs d'ordre monétaire. Par conséquent, tout espoir de voir remonter, d'une façon normale, les prix-or au niveau de 1928-1929 ou de 1926 et de s'y maintenir, nous paraît illusoire à moins toutefois qu'il n'y ait une très grande, mais seulement une très grande, augmentation de la production des mines d'or, augmentation qui pourrait se traduire par un mouvement accentué de hausse des prix, dans la mesure du moins où le métal ne serait pas thésaurisé par les mineurs (2). « On prétend souvent, pour s'opposer à la nécessité de la déflation, dit le professeur Truchy, que les prix actuels

(1) Dieterlen, *op. cit.*, p. 1534.

(2) Selon le professeur Aftalion, il y a tendance constante à la baisse des prix grâce aux progrès techniques et à l'augmentation de la production des marchandises. « Mais cette tendance à la baisse, dit-il, se trouve mise en échec aux époques où augmente fortement la production de l'or » (*L'or et sa distribution mondiale*, p. 179).

ne sont pas à un niveau normal et qu'un retour aux prix de 1928 se produira nécessairement à la première reprise. Cet espoir, poursuit-il, semble n'avoir aucun fondement, car les prix de 1928, résultat d'une période d'inflation, ne correspondent nullement à un équilibre permanent... Il y a quelque chose d'anormal dans les prix de 1928 », conclut-il (1). Cette vérité semble être comprise par les Etats qui s'efforcent de s'acheminer lentement et progressivement vers un nouvel équilibre économique et financier en adoptant d'ailleurs des attitudes nettement différentes : soit la dévaluation légale de la monnaie, soit la déflation des prix avec toutes les difficultés que comporte cette dernière entreprise ;

2. — Les troubles monétaires et financiers des dernières années qui ont abouti à l'abandon presque général de l'étalon-or, ne prouvent nullement la faillite de cet étalon. Ils ne sont pas imputables aux imperfections de l'étalon-or, mais plutôt aux erreurs qui ont été commises lors du rétablissement du *gold standard*. C'est pourquoi on peut admettre que dans la mesure où les Banques d'émission agiront conformément aux principes fondamentaux de l'étalon-or, ce système, loin d'être parfait et sans prétendre réaliser la stabilité absolue des prix et résoudre le problème social, peut encore rendre des services plus grands qu'aucun autre système dont la base ne serait pas le métal jaune. Dès lors, et contrairement à ce que pensent certains économistes qui préconisent l'abandon définitif de l'or comme base monétaire et l'application sur l'échelle nationale ou internationale d'un système de monnaie

(1) Truchy, *L'illusion du retour aux prix de 1928*, *Le Capital* (supplément), 14 février 1933.

dirigée, le retour à l'étalon-or s'impose dans le plus court délai. « Pour le moment, dit M. Ansiaux, rien n'est plus urgent que de travailler à cette œuvre de longue haleine qu'est la restauration de la confiance de l'or. Le stade supérieur de la monnaie dirigée sans substratum métallique, à valeur immuable, ne pourra être atteint que dans un assez lointain avenir » (1). Cette nécessité de la stabilité des monnaies par rapport à l'or a été d'ailleurs reconnue par la Délégation de l'or du Comité financier de la Société des Nations qui, étant d'avis que pour le rétablissement de la confiance dans le monde et le développement des échanges internationaux la stabilisation des changes est nécessaire, recommande qu'on s'efforce de revenir le plus tôt possible à cette stabilisation et « tient à affirmer sa conviction que, dans la phase actuelle du développement économique du monde, l'étalon-or demeure le meilleur système monétaire dont on puisse disposer » (2). De même, dans une résolution adoptée le 11 juillet 1933, le Conseil d'Administration de la Banque des Règlements Internationaux « constatant que, pour faciliter les règlements internationaux dans les meilleures conditions de stabilité et de sécurité, il est nécessaire de rétablir un système monétaire reposant sur une base commune, tient, à l'unanimité, à déclarer qu'à son avis le régime de l'étalon-or demeure le mécanisme monétaire qui répond le mieux à cette nécessité parce qu'il est le plus propre à assurer le libre mouvement du commerce mondial et le financement international. Il estime donc désirable de

(1) Ansiaux, *L'inflation du crédit et la prévention des crises*, p. 249.

(2) *Rapport (final)*, 1932, p. 25, § 78.

préparer l'adoption de toutes les mesures nécessaires pour le rétablissement de l'étalon-or entre nations ».

Ces principes, après avoir été confirmés par la Conférence monétaire et économique de Londres de 1933, qui s'était réunie en vue de chercher les moyens de remédier à la crise économique mondiale, ont été à nouveau rappelés par la Banque des Règlements Internationaux dans une résolution communiquée à la presse le 14 mai 1934. Au mois de juillet de cette année, les représentants des pays du « bloc or » ont tenu également à renouveler à Bâle, dans une réunion anniversaire, leur ferme volonté de continuer à maintenir l'étalon-or. De son côté, l'assemblée plénière de la dix-neuvième Conférence parlementaire internationale du commerce, réunie à Belgrade le 16 septembre 1934, a adopté une résolution qui se termine ainsi : « La stabilisation des monnaies, par rapport à l'or, est désirable et sera le facteur décisif du retour à la confiance nécessaire à la solution de la crise mondiale ». Notons enfin que même les pays qui ont mis en pratique les théories de l'économie dirigée ont dû évoluer vers le retour à l'étalon-or, seul capable d'assurer la stabilité monétaire (1).

* * *

Toutefois, le bon fonctionnement de l'étalon-or n'exige

(1) La mise en application, au mois d'août 1934, de la loi sur la nationalisation de l'argent aux Etats-Unis, avait eu pour résultat de faire baisser le dollar à 14 fr. 91, niveau le plus bas auquel on l'ait vu depuis l'abandon de l'étalon-or. Pour arrêter la baisse du dollar on eut recours au procédé classique de l'exportation de l'or. Un million de dollars de métal jaune fut exporté à destination de la Banque de France. Le dollar remonta immédiatement à 15 fr. 02. Mais la stabilisation légale de la monnaie américaine n'étant que temporaire, on comprend les oscillations fréquentes du dollar sur le marché des changes.

pas seulement que les Banques d'émission observent « les règles du jeu » de ce système, mais aussi qu'une plus grande liberté soit pratiquée en ce qui concerne l'échange des marchandises et des services, ce qui suppose l'absence d'entraves sérieuses au commerce. « Adhérer à un étalon monétaire international implique et impose du même coup que l'on adhère à un système économique international » (1). « La stabilisation monétaire suppose un internationalisme actif dans bien d'autres domaines : vouloir réaliser l'internationalisme monétaire sans internationalisme tout court serait poursuivre une illusion » (2).

Aujourd'hui on assiste à l'exaspération des nationalismes économiques. Le monde se trouve dans l'état de guerre économique sans merci où nous voyons les peuples s'enfermer dans des barrières douanières de plus en plus hautes. Ces barrières, s'ajoutant à des restrictions de toute sorte, paralysent complètement le commerce international, alors que la preuve est suffisamment faite que de nos jours chaque nation a besoin de toutes les autres et qu'il est absurde de chercher remède aux maux actuels dans l'application d'un système de nationalisme économique. Par conséquent, nous n'hésitons pas à dire que la situation onéreuse qui s'est établie au cours des dernières années doit subir une revision générale, si l'on veut rétablir et maintenir l'étalon-or sur une base internationale, ainsi que de profiter des bienfaits de la division internationale du travail.

En même temps les pays créanciers devraient pratiquer

(1) *Deuxième Rapport provisoire de la Délégation de l'or du Comité financier*, Genève 1931, p. 23.

(2) Pierre Quesnay, *L'internationalisme monétaire et ses conditions d'application*, *Revue de science et de législation financières*, 1932, vol. III, p. 79.

d'une façon plus active les placements extérieurs. Cette politique exige naturellement, de la part des pays emprunteurs, le maintien de conditions économiques et politiques susceptibles d'inspirer confiance. Si, dans ces pays, la sécurité économique et politique fait défaut, il faut bien dire que tous les appels adressés au nom de la solidarité internationale aux pays dont la balance des comptes présente des excédents resteront sans résultat pratique. En particulier, le rétablissement et le maintien d'un équilibre budgétaire sain, non seulement de l'Etat, mais aussi des autres collectivités publiques doit être réalisé. « *Rien ne peut être fait sans équilibre budgétaire.* Et il faut entendre par là la couverture de toutes les dépenses par des *recettes normales*, sans aucun subterfuge, c'est-à-dire par des impôts » (1). En outre, l'assurance doit être donnée que les crédits accordés seront consacrés à des buts productifs, de façon à améliorer la balance commerciale de l'emprunteur et d'accroître, par conséquent, sa capacité de remboursement, ce qui suppose, bien entendu, un changement radical dans la politique douanière des Etats dont nous venons de parler plus haut.

Le règlement définitif de la question des dettes de guerre et des réparations dont les paiements ont contribué de leur côté à compliquer, au cours des dernières années, l'équilibre des comptes internationaux, doit également intervenir, car l'incertitude à cet égard est pleine d'inconvénients.

La réalisation de toutes ces conditions d'un caractère international et national contribuera au rétablissement et au bon fonctionnement de l'étalon-or dans l'avenir.

(1) Jèze, *Journal des finances*, 25 septembre 1931, n° 39.

« Si l'on veut faire fonctionner de nouveau normalement l'étalon-or, dit le professeur Rist, il suffit de créer l'ensemble des conditions également normales au milieu desquelles il fonctionnait régulièrement au cours du xix^e siècle. Que l'on fasse jouer à nouveau les taux de l'escompte ; que l'on renonce aux pratiques d'une « managed Currency » dont les fâcheux effets crèvent les yeux ; — que les banques cessent d'immobiliser les fonds d'un public auquel elles avaient promis de les rembourser à vue ; — que l'on rétablisse une confiance politique sans laquelle les crédits financiers sont impossibles ; — que l'on choisisse pour les nouvelles monnaies à créer des taux correspondant aux possibilités budgétaires des Etats ; que l'on rétablisse le commerce international aujourd'hui à peu près supprimé. L'étalon-or fonctionnera alors de nouveau à la satisfaction de tout le monde, parce qu'on aura rétabli les routes normales par lesquelles l'or doit se répartir dans le monde, au lieu qu'aujourd'hui on commence par lui interdire tous les passages et l'on s'étonne qu'il se précipite en torrent vers les seules issues où il peut encore trouver sécurité et protection » (1).

Ceci dit, les erreurs qui ont été commises au cours de ces dernières années ne devraient pas être invoquées pour condamner définitivement la coopération des Banques d'émission. Au contraire, elles peuvent servir de guide précieux pour l'avenir ; en d'autres termes, tenant compte de ces erreurs, les Banques d'émission tâcheront d'adapter leur politique monétaire à ce qu'exigent les circonstances spéciales de chaque pays.

(1) Rist, *Le mécanisme de l'étalon-or a-t-il été faussé ?* (Dans « Questions monétaires de l'heure présente », p. 15.)

* * *

La possibilité du retour dans une mesure quelconque au *Gold Exchange Standard*, notamment pour les petits pays, pourrait être envisagée. La Délégation de l'or persiste à croire que ce système « a son utilité pour beaucoup de pays pour lesquels il demeure le système monétaire le plus économique et le plus efficace qui soit » (1).

Nous avons vu, au cours de cette étude, que l'étalon de change-or, tel qu'il était appliqué au cours de ces dix dernières années, s'est condamné lui-même. Par conséquent, il ne peut être question d'un retour à la forme sous laquelle le système a fonctionné jusqu'à présent. C'est en lui donnant une forme toute différente, permettant d'écarter les déficiences qui se sont révélées dans la pratique (2), qu'il faudrait envisager dans une certaine mesure sa reconstruction. L'utilisation de la Banque des Règlements Internationaux, servant d'intermédiaire pour l'application du système, est toute indiquée et c'est à cette Banque que la Conférence économique et monétaire de Londres de 1933 a envoyé l'étude du problème. A ce sujet, les dirigeants de la Banque des Règlements Internationaux déclarent : « Lorsque la restauration internationale de l'étalon-or lui-même aura fait de réels progrès, la Banque sera en mesure de s'occuper de la question accessoire du fonctionnement ultérieur de l'étalon de change-or, dans des limites restreintes et sous une forme mieux contrôlée et plus centralisée que par le passé ; ce système paraît

(1) *Rapport (final)*, Genève, 1932, p. 58, § 221.

(2) Voir Mlynarski, *La réforme de l'étalon de change-or*, *Revue d'économie politique*, 1930, p. 54 et suiv., ainsi que *La crise de l'étalon de change-or*, du même auteur, dans « Questions monétaires de l'heure présente », p. 16 et suiv.

présenter une utilité spéciale pour certains types d'économie, en particulier s'il peut faciliter et accélérer leur adhésion à un étalon international lorsqu'un tel étalon aura été établi » (1).

C'est précisément pour hâter le retour au régime de l'or que le gold exchange standard pourra être rétabli sous forme rectifiée, car l'abaissement des barrières douanières avec l'organisation éventuelle du commerce mondial des matières premières suppose qu'on procédera en même temps à la stabilisation définitive des monnaies. Autrement dit, les conditions générales du bon fonctionnement de l'étalon d'or dans l'avenir, que nous avons esquissées plus haut, ne peuvent être réalisées tant qu'existe l'instabilité monétaire. En conséquence, les pays qui s'efforcent aujourd'hui de maintenir la parité de l'or au moyen de diverses restrictions apportées au commerce et aux paiements financiers, devront, au départ, donner une assise métallique à leurs monnaies. Dans l'état actuel des choses, il serait puéril d'espérer que ce résultat pourra être obtenu par le jeu des forces naturelles. Force sera de recourir, au départ, à des expédients.

Notons aussi que dans cet ordre d'idées M. Pierre Belgey (2) préconise que les Banques d'émission des pays où s'est accumulé le métal jaune, aliènent « bénévolement » une partie, plus ou moins importante, de leur or au profit des pays qui en sont vidés. Il prend pour exemple la Banque de France qui pourrait ainsi céder une fraction de son encaisse-or à la Banque des Règlements Internationaux.

(1) *Quatrième Rapport Annuel de la Banque des Règlements Internationaux* (1^{er} avril 1933-31 mars 1934), Bâle, le 14 mai 1934, p. 14 et 15.

(2) Voir son article, *La distribution de l'or*, *Le Capital*, 17 septembre 1934.

Celle-ci remettrait à la première, pour une somme équivalente, libellée en fonds d'or, des bons portant intérêt. Ces bons seraient amortissables dans un délai relativement court et comporteraient faculté de rachat anticipé. De son côté, la Banque des Règlements Internationaux marquerait, dans ses caisses, l'or reçu au nom de la Banque d'émission du pays en faveur duquel l'opération serait effectuée. La Banque d'émission bénéficiaire remettrait à la Banque des Règlements Internationaux, pour un montant égal, soit des traites commerciales, soit des obligations gagées, soit des délégations sur certaines recettes. « Il est bien entendu, ajoute-t-il, que, préalablement, l'ordre est rétabli dans les budgets et les économies, et que les gages ainsi donnés ont une valeur véritable. La nouvelle répartition de l'or y aiderait puissamment puisqu'elle serait de nature à restaurer le crédit, à abaisser les taux d'intérêt et surtout à rendre confiance aux consommateurs comme aux capitalistes ».

*
* *

Pour ce qui est des arrangements de crédit semblables à ceux qui ont été pratiqués dans les stabilisations monétaires proprement dites de la période de l'après-guerre, les Banques d'émission peuvent continuer à se prêter un appui mutuel le jour où l'on procédera au retour général à l'étalon-or. Les expériences monétaires contemporaines nous enseignent qu'à cet égard la coopération des Banques d'émission, surtout par son effet psychologique, reste des plus utiles. La Banque des Règlements Internationaux peut servir d'intermédiaire auprès de ces dernières et promettre son aide le jour où la stabilisation sera effectuée.

L'ouverture de crédits pourra jouer également dans le cas où il faudrait combler un déficit momentané et saisonnier de la balance des paiements internationaux, évitant ainsi des transferts de métal coûteux qui, étant donné la situation réelle de la balance des comptes, auraient un caractère saisonnier et seraient cependant susceptibles d'affecter dangereusement le volume du crédit. « Il importe donc d'éviter les mouvements d'or qui ne représentent pas le règlement de soldes nets » (1).

Dans les crises monétaires du genre de celle qui a éclaté en 1931, l'action concertée des Banques d'émission reste toujours à recommander, car, malgré les mesures qu'une Banque centrale prend pour la défense de sa monnaie, nous avons vu qu'elle peut se trouver dans une situation difficile, à la suite du manque de confiance dans la monnaie nationale et d'une fuite de capitaux étrangers. Il se peut que, dans ce cas, les réserves de la Banque d'émission ne suffisent plus à satisfaire à la demande de devises et d'or et qu'une dépréciation au change devienne inévitable. Le seul moyen de prévenir cet événement ainsi que d'adoucir les élévations du taux de l'escompte, et à la condition encore que les engagements extérieurs à court terme du pays atteint par une crise de change n'aient pas pris des proportions démesurées, est l'octroi de crédits de la part de l'étranger, ce qui présuppose une coopération et entente mutuelle entre Banques Centrales. La création de la Banque des Règlements Internationaux ne peut que renforcer cette coopération.

Seulement, il importe de rappeler ce qui est amplement

(1) xxx, *La Banque des Règlements Internationaux et l'internationalisme monétaire*, *Revue d'économie politique*, 1929, p. 1057.

ment confirmé par l'expérience, à savoir que l'ouverture de crédit ne doit jamais être considérée que comme un expédient ne pouvant apporter qu'un soulagement temporaire en attendant de prendre d'autres mesures plus radicales pour redresser la balance des comptes. Lorsqu'il s'agit d'un déséquilibre plus durable de cette balance, la coopération des Banques d'émission soit sous la forme d'une ouverture de crédit, soit sous la forme d'un abaissement du taux de l'escompte visant finalement le même but, loin de remédier à la situation, ne fait que la redresser temporairement pour rendre plus tard sa liquidation plus difficile. « L'effondrement de l'édifice financier du monde est dû en grande partie à l'effort que l'on a fait pour combler « les déficits de la balance des paiements » qui, bien souvent, ne pouvaient en réalité être comblés en contractant de nouveaux emprunts au lieu de reviser le niveau des prix nationaux et d'assurer des débouchés plus larges au commerce des marchandises... Au lieu de prendre des mesures pour ramener les obligations financières internationales dans des limites raisonnables et pour trouver ensuite des méthodes permanentes d'adaptation au nouvel équilibre nécessaire, on éluda ces dures nécessités en recourant à la solution facile, mais superficielle et temporaire, de l'expansion du crédit, qui masqua temporairement le déséquilibre, mais qui, à la longue, l'accentua » (1). L'effondrement du marché des valeurs en octobre 1929 fit apparaître le caractère artificiel de la situation ainsi créée dans le monde.

Cette constatation nous amène à dire que les déficits permanents de la balance des comptes devraient être

(1) *La situation économique mondiale 1931-1933*, p. 190.

soldés par des envois de métal jaune appelés dans ce cas à déterminer une utile contraction monétaire. Mais en même temps la Banque Centrale qui reçoit de l'or devrait laisser celui-ci exercer librement son influence. « Aucune mesure ne doit être prise en temps normal qui empêcherait les mouvements d'or — pour autant qu'ils semblent avoir un caractère permanent — de faire sentir leur influence à la fois dans le pays qui perd de l'or et dans celui qui en reçoit » (*Résolution V*, § 2 de la Conférence économique et monétaire de Londres de 1933). De son côté, la Délégation de l'or du Comité financier de la Société des Nations s'était déjà exprimée dans les mêmes termes en ajoutant : « Ces mouvements (de l'or) ne devraient non seulement pas être empêchés d'exercer leur influence, mais il conviendrait d'en renforcer les effets par d'autres moyens, notamment par des modifications du taux de l'escompte et par des opérations sur le marché libre, lorsque le déséquilibre révélé par les mouvements de l'or ne peut être corrigé par les seuls effets de ces mouvements » (1). D'autre part, en parlant des diverses questions sur lesquelles pourrait porter la coopération des Banques d'émission, M. Trip déclare que cette coopération « doit également avoir pour objet de garantir qu'un pays qui importe de l'or ne neutralisera pas l'influence des mouvements de l'or en gardant inutilisé l'or ainsi reçu et en retenant hors du trafic international, soit indéfiniment, soit pour un certain laps de temps, des quantités considérables d'or, contrecarrant ainsi, dans une grande mesure, les efforts des pays qui exportent de l'or » (2).

(1) *Rapport (final)*, 1932, p. 26, § 81.

(2) L. J. A. Trip, *Fonctionnement du système de l'étalon-or*. (Dans *Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'or du Comité financier*, Genève, 1930, p. 70.)

*
* * *

On pourrait encore penser à instituer un *clearing* de l'or à la Banque des Règlements Internationaux, d'ailleurs expressément visé par les statuts (article 24) de cette dernière, ce qui permettrait dans tous les cas de supprimer les transferts matériels de métal précieux. En même temps, par les virements d'or à Bâle, les cours des changes seraient beaucoup plus stables, car les limites de leurs variations autour des pairs en hausse et en baisse ne seraient plus constituées par les frais de transport et d'assurance de métal, comme c'est le cas aujourd'hui, mais par les frais de virement. De cette façon, les changes étant fixés dans le monde entier très près du pair, leurs oscillations seraient très réduites sinon tout à fait supprimées. Toutefois, il faut faire remarquer que les Banques centrales hésitent, pour une raison ou pour une autre, à se séparer de leur or et la faible ampleur qu'ont revêtue jusqu'ici les dépôts d'or métallique (1) ou sous dossier à la Banque des Règlements Internationaux (2), ne permet pas de penser que les Banques Centrales adoptent complètement ce mode de règlements (3). D'ailleurs on sait que

(1) Les premiers de ces dépôts, d'un montant de 5 millions de francs suisses environ, ont été effectués en juillet 1933 ; en mars 1934, ils s'élevaient à 28 millions de francs suisses environ.

(2) En ce qui concerne les dépôts d'or métallique, la Banque des Règlements Internationaux « est tenue de restituer, sur demande, en un lieu convenu et sous forme de lingots, un poids d'or fin égal à celui primitivement déposé. Le droit de propriété légale sur l'or déposé passe intégralement à la Banque ; cette opération se distingue par là de celle qui consiste à détenir de l'or sous dossier, cas dans lequel une Banque Centrale, tout en conservant l'entière propriété de l'or, le confie simplement en garde à l'agence centrale ». (*Quatrième Rapport Annuel de la Banque des Règlements Internationaux*, p. 61 et 62.)

(3) Du reste, certains pays comme la Pologne, la Suisse, les Pays-Bas, etc. (voir S. D. N., *Législation sur l'or*, Genève, 1930,

certaines considèrent que les variations du change, dans les limites des points d'or, sont salutaires en ce sens qu'elles constituent un thermomètre fort utile pour les milieux intéressés en les renseignant sur la balance des paiements des divers pays, en même temps qu'elles constituent, à travers le commerce international, un correctif automatique de la balance des comptes. « Etablir d'autre part des transferts à Bâle en maintenant un écart entre les cours d'achat et les cours de vente, serait supprimer l'avantage essentiel de la réforme » (1).

Disons enfin qu'on doit approuver sans réserve le retrait des pièces d'or de la circulation, car la preuve est faite que le billet est apte à jouer le rôle de monnaie intérieure. Le rôle de l'or étant d'être une monnaie internationale, sa réintroduction dans la circulation intérieure, malgré des arguments psychologiques qui ne manquent pas en faveur de l'étalon d'or classique, présenterait un luxe onéreux. La concentration des réserves d'or à la Banque d'émission renforce considérablement les possibilités d'action de la Banque, si bien qu'au point de vue technique la supériorité du « gold bullion standard » sur le « gold standard classique » reste incontestable. « Moins coûteux et plus efficace, ce sont là deux supériorités non négligeables du gold bullion standard sur le gold specie. Et point n'est besoin de croire à une contestable raréfaction de l'or pour en justifier l'adoption » (2). En outre,

p. 27-38) devraient modifier leur législation concernant le lieu où doit être conservé l'or qui sert de couverture légale aux billets et autres engagements de la Banque d'émission.

(1) René Courtin, *Les premiers mois de la Banque des Règlements Internationaux*, *Revue d'économie politique*, 1931, p. 179.

(2) Louis Pommery, *Les Banques d'émission* (Conférence faite à l'Ecole libre des Sciences politiques). (Dans *Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits*, p. 84.)

il serait souhaitable de voir généralisée la clause dite d'*élasticité* qui permet aux Banques Centrales de descendre au-dessous du minimum légal de couverture moyennant le paiement d'une taxe et, dans certains cas, le relèvement du taux d'escompte. La généralisation de cette clause se justifie par le fait que les Banques Centrales qui appliquent le système du pourcentage jugent utile de constituer des réserves bien supérieures à la limite légale d'émission et de s'assurer ainsi, pour toute éventualité, une marge de sécurité, ce qui présente souvent des inconvénients. Cette réforme plus facile à réaliser que la modification des stipulations relatives au pourcentage de réserve que la Délégation de l'or a recommandée, tout en donnant plus de liberté aux Banques Centrales, permettrait en même temps d'éviter le risque d'une insuffisance des réserves d'or du monde (1).

*
* *

La Délégation de l'or est d'avis que le critérium de la politique monétaire dans l'avenir, en se plaçant au point de vue national, devrait être en premier lieu le rapport de la réserve d'or aux engagements. Elle estime que durant ces dernières années, les autorités monétaires se sont trop peu préoccupées des variations qu'accusait leur

(1) La supposition émise par la Délégation de l'or, dans son Premier Rapport provisoire, que les réserves d'or vont diminuer au cours des années postérieures, se trouve momentanément en contradiction avec les faits. Il est vrai que dans ses rapports ultérieurs la Délégation s'est montrée moins pessimiste. A ce sujet, la Banque des Règlements Internationaux, en examinant les chiffres qu'elle a réunis pour l'année 1933, constate, dans son *Quatrième Rapport Annuel* (p. 23), que jamais dans le passé la production mondiale de l'or n'a été aussi importante (2 milliards 648 millions de francs suisses).

encaisse, des chiffres nets des importations et des exportations d'or, et qu'elles ont cru à tort que tout en s'appliquant à neutraliser les mouvements de l'or, ceux-ci devaient produire néanmoins dans tous les cas, et cela automatiquement, les effets nécessaires. « La politique nationale doit donc, à notre avis, conclut-elle, s'inspirer d'abord de la situation de l'encaisse-or et des mouvements de l'or, et, sauf dans des circonstances tout à fait exceptionnelles, cette politique s'efforcera d'accélérer les effets de ces mouvements » (1). Mais tout en attachant une grande importance aux changements de l'encaisse-or comme guide de la politique monétaire dans l'avenir, la Délégation de l'or mentionne également les autres indices à savoir : le taux de l'escompte pratiqué sur le marché libre, le rendement des obligations, les cours des différentes sortes d'actions, la valeur des immeubles en cours de construction, les prélèvements opérés sur les comptes de dépôt particuliers, la production des matières premières, les mouvements internationaux de capitaux, etc. ; indices traduisant le mouvement des affaires et pouvant servir eux aussi de guide à la politique monétaire. Toutefois, elle n'ignore pas que l'importance de ces indices peut varier d'un pays à l'autre et d'une époque à l'autre et que l'établissement des règles fixes pour les interpréter s'avère impossible. La Délégation attire aussi l'attention, et cela d'une façon particulière, sur les mouvements des indices des prix de gros qui comprennent, comme on le sait, les marchandises entrant généralement dans le commerce international. Mais, qu'il s'agisse d'un indice de caractère international ou d'un ou plusieurs indices de

(1) *Rapport (final)*, 1932, p. 53, § 195.

caractère national se rapportant à un ou plusieurs pays dont l'influence est prépondérante sur les prix mondiaux, les difficultés techniques de l'établissement de ces indices ainsi que beaucoup d'autres objections tant du point de vue théorique que pratique ne manquent pas de surgir.

Cependant il faut reconnaître que les dirigeants des Banques Centrales ne peuvent pas rester indifférents aux fluctuations des prix aussi accentuées que celles qu'on a connues récemment et la préoccupation, de la part de l'Institut d'émission, pour les atténuer sinon les supprimer, apparaît légitime. L'importance de ce problème pour la société dans son ensemble explique d'ailleurs la multiplicité des systèmes qui ont été imaginés pour le résoudre. Sans entrer dans les controverses qui se sont engagées sur ce sujet, et laissant de côté divers procédés d'ordre non monétaire, faisons remarquer que le rôle joué par le crédit dans nos sociétés contemporaines est fort important. L'inflation de crédit au delà de certaines limites peut devenir dangereuse et une certaine intervention de la Banque d'émission reste toujours à recommander, malgré l'échec que cette politique a subi à l'occasion du dernier « boom » aux Etats-Unis. Aux termes de la *Résolution IV-§ 5* de la Conférence économique et monétaire de Londres de 1933, « une expansion de l'activité générale, d'une telle ampleur qu'elle ne pourra évidemment pas être maintenue en permanence, doit amener les Banques Centrales à prendre des mesures dans le sens d'une restriction du crédit par les méthodes que chacune estimera les plus appropriées, compte tenu de la situation intérieure du pays. Inversement, un fléchissement anormal de l'activité générale doit les amener à adopter une attitude plus libérale en matière de crédit ».

L'utilité de cette intervention est reconnue d'ailleurs même par ceux qui ne croient pas en la théorie quantitative de la monnaie proprement dite et qui, par conséquent, ne considèrent pas les fluctuations périodiques de la vie économique comme un facteur purement monétaire. Cela est naturel, car il n'est plus besoin de prouver aujourd'hui le fait que la circulation fiduciaire sous la forme de papier, et surtout sous la forme d'écritures, croît et multiplie au fur et à mesure que l'essor s'affirme et gagne en puissance. Sans doute, l'expansion de la monnaie fiduciaire est la *conséquence* plutôt que la *cause* de la hausse des prix. Il importe cependant d'ajouter que cette expansion est aussi la *condition* de la hausse des prix et, comme telle, devient un facteur explicatif considérable du mouvement cyclique (1). « Par suite, la politique de stabilisation des prix au moyen du crédit dont il a été souvent question en ces dernières années, pourrait ne pas demeurer sans efficacité. Elle pourrait atténuer les méfaits des crises en diminuant les exagérations de la hausse ou de la baisse dues au crédit comme facteur adjuvant des fluctuations cycliques » (2).

La question la plus difficile à trancher est donc celle relative au moment d'intervention de la Banque d'émission, car la complexité de la vie économique moderne rend très malaisée la détermination exacte du volume de crédit nécessaire pour un développement industriel sain « et je dois dire ici, en toute franchise, que notre expérience ne fournit pas, à mon avis, écrit M. Spague,

(1) Ansiaux, *L'inflation du crédit et la prévention des crises*, p. 231 et 232.

(2) Aftalion, *Monnaie, prix et change*, p. 45.

d'indications positives permettant d'agir » (1). Il semble dès lors que cette intervention ne saurait être automatique. C'est en prenant en considération tous les éléments du marché dont l'appréciation incomberait aux seules autorités monétaires, exemptes de toute pression extérieure (2), que la Banque d'émission devrait préciser le moment où le progrès économique est sur le point d'engendrer des effets nocifs.

Après délimitation de la dépression il faudrait pratiquer une politique de discrimination des crédits, c'est-à-dire faire la distinction entre les crédits de « spéculation » et ceux qu'on appelle « légitimes », ce qui n'est pas non plus sans présenter de graves difficultés pour l'Institut d'émission. On sait qu'à cet égard la politique du *Federal Reserve Board* a abouti à un échec complet et n'a pu éviter le krach de Wall Street.

L'expérience de la politique stabilisatrice du *Federal Reserve Board* des Etats-Unis étant donc des plus décevantes, il ne faudrait pas attendre d'une intervention de la Banque d'émission des résultats que certains ont voulu lui voir attribuer. A supposer même que la Banque d'émission, en conjuguant la manœuvre du taux d'escompte avec les achats et les ventes sur le marché libre, puisse contrôler à son gré le volume monétaire et que le législateur vienne l'aider dans cette tâche en organisant un contrôle sévère des banques privées, pour les obliger

(1) O. M. Sprague, *Stabilisation des prix*. (Dans *Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'or du Comité financier*, p. 40.)

(2) On n'ignore pas que le monde de la spéculation et des affaires ne manque pas d'exercer généralement une pression sur les autorités monétaires pour les empêcher de mettre en œuvre l'action régulatrice.

à contenir l'expansion du crédit dans des limites raisonnables (1), il reste un élément qui échappe, pour employer l'expression de M. Rueff, « à peu près entièrement aux divers procédés de restriction monétaire que l'on peut imaginer » (2). Nous entendons parler de la vitesse de circulation des moyens de paiement qui, au lieu d'être sensiblement constante comme l'a prétendu le professeur Fisher, est tout au contraire extrêmement variable, ainsi que cela se dégage des phénomènes monétaires de la période d'après-guerre. En présentant une très grande élasticité son rôle, en connexion avec des variations de l'activité économique, est fort important (3). « Mais, comme le dit l'auteur anonyme d'un article du « Capital », reconnaître l'importance de ce facteur dans l'équation monétaire, ce n'est pas en trouver la solution » (4). En effet, l'influence qui agit sur la vitesse de circulation de la monnaie, étant essentiellement d'ordre psychologique, on ne voit pas très bien comment elle pourrait être soumise au contrôle bancaire. « Au demeurant, écrit le professeur Oualid, le facteur monétaire — cause ou effet — n'est probablement pas le seul qu'il faille incriminer ou invoquer. La vie économique avec sa complexité s'accommode mal d'une raison unique. Les polémistes se complaisent, poursuit-il, à grossir et à

(1) Voir, à ce sujet, Ansiaux, *L'inflation du crédit et la prévention des crises*, p. 251 et suiv. — Voir aussi Oualid : *La réforme monétaire et bancaire aux Etats-Unis*, *Revue du droit bancaire*, 1933, p. 80 et suiv.

(2) Jacques Rueff, *Les fluctuations anormales du pouvoir d'achat de l'or*. (Dans *Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'or du Comité financier*, p. 51.)

(3) Voir Bouniatian, *Crédit et conjoncture*, pp. 210, 211, 213.

(4) xxx, *L'évolution de la politique monétaire des Banques d'émission*, *Le Capital*, édition économique, 16 avril 1931.

exagérer l'action d'une cause savamment abstraite d'un ensemble ; l'homme de sciences doit s'efforcer de restituer les faits dans leur complexité et leurs réactions, sauf à les analyser, à déterminer leur part respective et à en montrer ensuite le jeu combiné » (1).

Ces réserves faites, il semble que les résultats de l'intervention de la Banque d'émission, surtout lorsque la Banque agit par le taux d'escompte dont l'effet moral, en particulier, peut ne pas être négligeable, doivent être plus appréciables durant la période d'essor économique que pendant la période de dépression.

C'est pourquoi nous avons insisté si longtemps sur les conséquences de l'abaissement du taux de l'escompte aux Etats-Unis, abaissement effectué à un moment où le marché des valeurs qui exerce sur toute l'activité productrice une grande influence a été complètement dominé par les haussiers. Une fois déchaînées la spéculation et la hausse boursières, la tentative du *Federal Reserve Board*, pour les freiner, resta vaine. « C'est surtout dans les premiers temps de prospérité, dit le professeur Aftalion, que la politique du crédit pourrait le mieux intervenir pour exercer son influence modératrice » (2).

D'autre part, en parlant des changements dans la distribution de l'or par rapport à la crise économique mondiale de 1929-30, nous avons laissé entendre que l'action de crédit, à elle seule, ne suffit pas à tirer les affaires du marasme. Toute tentative faite en 1931 et 1932, pour ranimer l'activité languissante, par quelques injections de crédit, a échoué, ce qui a d'ailleurs déçu bien des esprits.

(1) Oualid, *Leçons sur la monnaie et les problèmes monétaires*, p. 4.

(2) Aftalion, *Monnaie, prix et change*, p. 45.

C'est encore aux Etats-Unis que cette vérité s'est confirmée une fois de plus. Dans les années qui ont suivi la crise, ce pays a pensé stimuler la consommation à travers une inflation de crédit. En ne parlant pas de l'abaissement rapide et massif du taux de l'escompte, les Banques Fédérales ont acheté, en particulier du 27 février au 17 juin 1932, sur le marché, pour 952 millions de dollars de fonds d'Etat. Comme le portefeuille d'acceptations était ramené de 135 millions de dollars à 65, le montant total des crédits accordés au marché s'est accru de 878 millions de dollars. Pendant ce temps, le prix des matières premières et les cours des valeurs boursières, que l'intervention des Banques de Réserve devait relever, ont continué à baisser (1).

Après l'échec de cette politique, ce fut l'abandon de l'étalon-or, mais les résultats qu'on en attendait furent loin d'être satisfaisants. De la direction de la monnaie les autorités américaines passèrent à la direction du change en établissant un marché gouvernemental pour l'or aux Etats-Unis. En conséquence, la *Reconstruction Finance Corporation* fut autorisée à acheter l'or nouvellement extrait aux Etats-Unis, à un prix qui devait être déterminé à intervalles réguliers après consultation entre le secrétaire au Trésor et le Président. Par la suite, des achats de métal ont été étendus sur le marché mondial. Finalement, le dollar, comme nous l'avons vu, fut dévalué

(1) Notons en passant qu'actuellement la Belgique déploie des efforts en vue de stimuler l'activité des affaires par une large distribution du crédit. A cet effet, le Gouvernement belge s'est proposé de mettre à la disposition des banques et des industries une somme de quelque 2 milliards de francs. Pour y pourvoir on a créé des bons du Trésor sur lesquels la Banque Nationale accepte d'accorder des avances.

légalement, cette mesure s'inspirant de la théorie monétaire du professeur Irving Fisher et constituant l'un des éléments essentiels du Plan Roosevelt qui représente d'ailleurs « un plan gigantesque d'économie dirigée sur le plan national et capitaliste, avec une tendance autarchique et un dédain explicable des réactions de l'étranger » (1). Au reste, il faut noter que même la dévaluation légale n'a pas correspondu, jusqu'à présent, aux prévisions de ses auteurs, car la hausse des prix, en moyenne, a été moindre que la dévaluation du dollar. Ajoutons toutefois que cet ajustement finira par se réaliser tôt ou tard.

*
* * *

Il est vain aujourd'hui de nier la solidarité des économies nationales. Cette solidarité, peut-être encore imparfaite (2), existe en fait et la crise économique de 1929-30 l'a prouvé abondamment aussi bien pour les marchés des marchandises que pour les marchés monétaires et financiers. La solidarité internationale des marchés monétaires, en particulier, s'est avérée très étroite à tel point qu'on peut dire que « l'internationalisme en matière monétaire ne représente pas simplement une vue théorique ou une évolution désirable, mais est devenu un fait accompli » (3).

Au cours de cette étude, nous avons mis en lumière, dans une certaine mesure, l'importance du facteur monétaire sur la vie économique des peuples. Et comme les

(1) Oualld, *Le Plan Roosevelt*, *Le Capital*, 25 juillet 1933.

(2) Voir Jean Marchal, *Les grands marchés financiers*: Londres, New-York, Paris, Berlin. *Leur solidarité internationale*, Paris, Sirey, 1932.

(3) *Deuxième Rapport Annuel de la Banque des Règlements Internationaux*, p. 12.

effets de la politique monétaire d'une nation ne s'arrêtent pas aux frontières, mais ont des répercussions inévitables dans le reste du monde (1), l'on conçoit, dès lors, que les moyens monétaires dont dispose la Banque Centrale et en particulier le taux d'escompte combiné éventuellement par des opérations d'« open market », c'est-à-dire achats ou ventes de titres (2), ne devraient être employés par un pays qu'après une consultation internationale. Sous les réserves que nous venons de formuler plus haut sur l'efficacité d'une action monétaire, ainsi que sur la difficulté de choisir le moment opportun d'intervention de la Banque Centrale, cette consultation aurait pour objet de coordonner dans une certaine mesure les tentatives des Banques d'émission des différents pays, tentatives qui, sans cette consultation, seraient dispersées et souvent opposées. Il va de soi que par cela même les grands Instituts d'émission seraient amenés à se concerter entre eux en vue de faire une politique plus coordonnée des demandes d'or (3), de son emploi international et national.

(1) « Toute action exercée sur le crédit, en quelque point du monde que ce soit, réagit sur le reste du monde », (Fisher, *L'illusion de la monnaie stable*, p. 114.) « Tout membre d'un système monétaire international doit subir, dans une certaine mesure, l'influence de la politique suivie par chacun des autres membres ». (*Deuxième Rapport provisoire de la Délégation de l'or*, Genève, 1931, p. 10.)

(2) Nous traitons par prétériton le procédé des anciens rois faux-monnayeurs qui, en apparence du moins, vient d'être repris tout récemment par les Etats-Unis, comme nous y avons déjà fait allusion ci-dessus.

(3) Au sujet de l'or, notons encore à cette place que les autorités de la Banque des Règlements Internationaux, après examen minutieux des chiffres qu'elles ont rassemblés pour 1933, font remarquer qu'elles n'ont relevé aucune diminution de confiance en ce métal comme mesure de valeur ou instrument de paiement. Bien au contraire, elles ont pu constater que les mouvements d'or, au cours de l'année 1933, ont été plus considérables qu'au cours des années antérieures. De même les demandes d'or émanant de particuliers aux fins de thésaurisation n'ont jamais été aussi massives qu'en

« La politique courante est, en premier lieu, un problème national, dit la Délégation de l'or, mais elle doit rentrer dans le cadre général de la politique destinée à refreiner, par des mesures prises à cet effet, après une consultation internationale, les fluctuations violentes du pouvoir d'achat » (1). « Les Banques Centrales doivent... reconnaître, dit la Conférence de Londres de 1933 dans sa résolution IV-§ 5, qu'en plus de leur tâche nationale, elles ont également à remplir une tâche de caractère international. Leur but devrait être de coordonner la politique suivie sur les différentes places... » Les résolutions de la Conférence de Londres concernant la nécessité et l'utilité d'une coopération étroite et continue entre Banques Centrales ont été également approuvées par les représentants de vingt-trois Banques Centrales, réunis à Bâle à l'occasion de la quatrième Assemblée Générale de la Banque des Règlements Internationaux, le 14 mai 1934 (2).

Toutefois, faisons remarquer que, malgré l'internationalisation croissante des affaires, des différences multiples subsistent entre les Etats. Ceux-ci renoncent difficilement à défendre leurs intérêts propres immédiats et l'on sait que, dans la pratique, les Banques d'émission sont obligées dans la plupart des cas de se conformer au point

1933. Pendant cette année seule, la thésaurisation nouvelle d'or s'est élevée à un chiffre d'environ 3 milliards de francs suisses. (V. *Quatrième Rapport Annuel de la Banque des Règlements Internationaux*, p. 22.)

(1) *Rapport (final)*, 1932, p. 53, § 157.

(2) Deux ans déjà avant cette réunion, le Conseil d'Administration de la Banque des Règlements Internationaux avait tenu « à enregistrer qu'il est d'accord avec les conclusions générales du Rapport adopté en juin 1932 par la majorité des membres de la Délégation de l'Or de la Société des Nations. Ces conclusions lui paraissent un excellent point de départ pour l'établissement détaillé des principes monétaires qui pourront ultérieurement recevoir application pratique ».

de vue de leurs gouvernements respectifs, point de vue qui est souvent contraire aux principes d'une politique monétaire saine. Ce fait, joint à beaucoup d'autres obstacles, rend très difficile le maintien de l'harmonie entre les exigences nationales et les facteurs internationaux dont devrait s'inspirer la politique monétaire, ainsi que l'ont démontré les événements de 1928-1929. C'est pourquoi M. Germain-Martin dira, en parlant des aspects internationaux de la politique de stabilisation des prix, que « l'idée est plus facile à indiquer qu'à réaliser » (1).

Espérons néanmoins, en terminant cet ouvrage, que les nations se rendront à la raison et que la nécessité maintes fois proclamée d'une collaboration économique internationale deviendra réalité. Cela suppose, bien entendu, la paix assurée entre les peuples, partant le rétablissement de la confiance dans le monde. Dans un tel monde seulement, redevenu confiant, et où une politique économique plus éclairée prendrait la première place dans les préoccupations des hommes politiques (2), la coopération des Banques

(1) Germain-Martin, *La stabilisation des prix. La monnaie dirigée* (Communication à la Société d'économie politique), *Journal des économistes*, décembre 1927, p. 377.

(2) « Si la position respective des diverses balances internationales des comptes doit être continuellement bouleversée par des modifications de tarifs douaniers, avec leurs répercussions profondes sur l'équilibre des divers pays, si l'afflux des capitaux d'un pays à un autre doit se heurter à des obstacles rendant virtuellement impossible l'exécution des obligations contractuelles, ce qui a pour conséquence une disparition de la confiance générale, le système monétaire international ne peut fonctionner convenablement. Il devient de plus en plus évident qu'on ne peut s'attendre à une stabilité monétaire durable sans une amélioration radicale des relations internationales dans le domaine économique. La collaboration des banques centrales pourra, certes, aider au rétablissement de la structure du crédit mondial; mais la solution véritable des problèmes qui se posent nécessite l'action énergique et concertée des Gouvernements ». (*Deuxième Rapport Annuel de la Banque des Règlements Internationaux*, p. 18.)

d'émission, rendue plus facile par la création de la Banque des Règlements Internationaux, contribuera de son côté à l'affermissement de la solidarité internationale, tout en tenant compte des erreurs du passé.

C'est surtout sur ces erreurs, socialement et politiquement peut-être excusables puisque commises dans la période pénible d'après-guerre, que nous avons insisté au cours de cette étude, voulant par là apporter une contribution, encore que modeste, à la politique monétaire dans l'avenir.

BIBLIOGRAPHIE

BIBLIOGRAPHIE

- AFTALION (A.) : Les crises périodiques de surproduction, 2 volumes, Paris, 1913.
- » Monnaie, prix et change. Expériences récentes et théorie, nouveau tirage, Paris, 1933.
- » Cours de doctorat, professé à la Faculté de Droit de Paris, 1929-1930. Publié par les « Cours de Droit », Paris.
- » L'or et sa distribution mondiale, Paris, 1932.
- » Les crises économiques et financières, Académie de Droit international, *Recueil des cours*, 1932, vol. I.
- ANSIAUX (M.) : L'inflation du crédit et la prévention des crises, Paris, 1934.
- » La monnaie dirigée, *Revue d'économie politique*, 1928, p. 1246 et suiv.
- » Les caractères nouveaux du cycle actuel, *Revue d'économie politique*, 1931, p. 1553 et suiv.
- ANGELESCU (I. N.) : La situation actuelle de la réforme monétaire en Roumanie et ses possibilités de réalisation, *Revue économique internationale* de janvier 1929, vol. I.
- ARNAUNÉ (A.) : La monnaie, le crédit et le change, septième édition, Paris, 1926.

- Banque des Règlements Internationaux : Premier Rapport Annuel, Bâle, 1931.
- » Deuxième Rapport Annuel (1^{er} avril 1931-31 mars 1932), Bâle, 10 mai 1932.
- » Troisième Rapport Annuel (1^{er} avril 1932-31 mars 1933), Bâle, 8 mai 1933.
- » Quatrième Rapport Annuel (1^{er} avril 1933-31 mars 1934), Bâle, 10 mai 1934.
- BAUDIN (L.) : Divers articles parus dans la *Revue d'économie politique*.
- BAUDHUIN (F.) : La stabilisation et ses conséquences, Bruxelles, Paris, 1928.
- BODIN (CH.) : Economie dirigée. Economie scientifique, Paris, 1933.
- BONNET (G. E.) : Les expériences monétaires contemporaines, Paris, 1929.
- » Un système de stabilisation monétaire. Le régime égyptien, *Revue d'économie politique*, 1924, p. 609 et suiv.
- BOUNIATIAN (M.) : Les crises économiques, deuxième édition française, Paris 1930.
- » Crédit et conjoncture, Paris, 1933.
- BOUSQUET (G.-H.) : La restauration financière de l'Autriche, Paris, 1927.
- L'œuvre scientifique de quelques économistes étrangers, — Joseph Schumpeter —, *Revue d'économie politique*, 1929, p. 117 et suiv.
- BURGESS (R.) : Les Banques de Réserve Fédérale et le marché monétaire de New-York, traduction française, Paris, 1930.

- BYÉ (M.) : L'œuvre scientifique de quelques économistes étrangers — Arthur-Cecil Pigon —, *Revue d'économie politique* de 1929, p. 1515-1534, et de 1930, p. 92 et suiv.
- CASSEL (G.) : La monnaie et le change après 1914, traduction française, Paris, 1923.
- CHAPPEY (J.) : La crise de la monnaie et la restauration des pays danubiens, Paris, 1933.
- CHLEPNER (B.-S.) : La théorie du papier-monnaie et la théorie générale de la monnaie, *Revue d'économie politique*, 1914, p. 451 et suiv.
- » La dépréciation et la stabilisation du franc belge, *Revue d'économie politique*, 1927, p. 5 et suiv.
- COSTE (P.) : Les grands marchés financiers — Paris, Londres, New-York —, Paris, 1932.
- COURTIN (R.) : Les premiers mois de la Banque des Règlements internationaux, *Revue d'économie politique*, 1931, p. 170 et suiv.
- DECAMPS (J.) : Les changes étrangers, deuxième édition, Paris, 1922.
- » L'or et les règlements internationaux pendant la guerre, Paris-Nancy, 1918.
- DECHESNE (L.) : Pour la théorie quantitative de la monnaie et du crédit, *Revue d'économie politique*, 1914, p. 401 et suiv.
- DEVILLEZ (H.) : L'économie espagnole et le problème monétaire, *Journal des Economistes*, novembre 1931.
- DE VALETTE (M.) : Stabilisation de la valeur de la monnaie, Paris.

- DIVISIA (F.) : L'indice monétaire et la théorie de la monnaie, Paris, 1926.
- DIETERLEN (P.) : La dépression des prix après 1873 et en 1930, *Revue d'économie politique*, 1930, p. 1519 et suiv.
- DUBERN (E. B.) : Chroniques financières et divers articles parus dans la *Revue économique internationale*.
- EDMOND (L.) : Le Gold Exchange Standard. (Dans « Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits », Paris, Alcan, 1932).
- EISLER (R.) : La monnaie cause et remède de la crise économique mondiale, Paris, 1932.
- » Un remède monétaire à la crise mondiale du chômage, *Revue d'économie politique*, 1931, p. 333 et suiv.
- FISHER (IR.) : L'illusion de la monnaie stable, Paris, 1929.
- FRANCK (L.) : La stabilisation monétaire en Belgique, Paris, 1927.
- GANS (H.) : De l'utilisation des placements étrangers dans la crise des changes (Communication à la Société d'économie politique), *Journal des économistes*, octobre 1920.
- GERMAIN-MARTIN : Sommes-nous sur la bonne route ? Paris, 1934.
- » La circulation internationale des capitaux, Paris, 1931.
- » La stabilisation des prix. — La monnaie dirigée (Communication à la Société d'économie politique), *Journal des économistes*, décembre 1927.

- GERMES (S.) : Les mouvements de longue durée des prix, *Revue d'économie politique*, 1931, p. 1300 et suiv.
- GIDE (CH.) : Des projets d'entente financière après la guerre, *Revue d'économie politique*, 1918, p. 1 et suiv.
- » L'or et le change, *Revue d'économie politique*, 1916, p. 81 et suiv.
- GIDE (CH.) et RIST (CH.) : Histoire des doctrines économiques, Paris, 1926.
- GIGNOUX (G.-J.) : Le problème monétaire mondial et la théorie du professeur Cassel, *Revue d'économie politique*, 1922, p. 600 et suiv.
- HACAOULT (R.) : Les caractéristiques de la présente crise économique (Communication à la Société d'économie politique), *Journal des économistes*, octobre 1930.
- HANTOS (E.) : L'économie mondiale et la Société des Nations, Paris, 1930.
- » La monnaie, ses systèmes et ses phénomènes en Europe centrale, Paris, 1927.
- HERMAN (M.) : Les paradoxes économiques de l'Allemagne moderne (1918-1931), Paris, 1931.
- HERBETTE (F.) : Le problème de l'argent. (Dans « Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits », Paris, Alcan, 1932).
- JANSSEN (A.) : Le relèvement financier de la Belgique (Communication à la Société d'économie politique), *Journal des économistes*, janvier 1925.
- KELLERSOHN (M.) : La dispute de l'or, Paris, 1931.

- KENNA (Mc.): Le dollar remplace l'or comme mesure internationale des valeurs, *Revue économique internationale*, avril 1928, vol. II.
- KEYNES (J. M.): La réforme monétaire, traduction française, Paris, 1931.
- » Essais de persuasion, traduction française, Paris, 1931.
- LABRIOLA (A.): L'Etat et la crise, Paris, 1933.
- LAUFENBURGER (H.): L'œuvre scientifique de quelques économistes étrangers — Gustave Cassel —, *Revue d'économie politique*, 1929, p. 1224 et suiv.
- LEWINSOHN (R.): Histoire de l'inflation, traduction française, Paris, 1926.
- LAZARD (J.-P.): Politique et théories monétaires anglaises d'après guerre, Paris, 1926.
- LEDUC (G.): La réforme monétaire anglaise, *Revue d'économie politique*, 1928, p. 1587 et suiv.
- LESCURE (J.): Des crises générales et périodiques de surproduction, quatrième édition, 2 volumes, Paris, 1932.
- » Hausses et baisses générales des prix, *Revue d'économie politique*, 1912, p. 452 et suiv.
- MEYNIAL (P.): Divers articles parus dans la *Revue d'économie politique*.
- MIREAUX (E.): Le contrôle du crédit (Communication à la Société d'économie politique), *Journal des économistes*, mars 1929.
- MILDSCHUH (V.): Une théorie de l'inflation de crédit comme substitut à la théorie quantitative de la monnaie, *Revue d'économie politique*, 1928, p. 1060 et suiv.

- MENDES-FRANCE (P.) : La Banque internationale, Paris, 1930.
- MARCHAL (J.) : Les grands marchés financiers, — Londres, New-York, Paris, Berlin, — Paris, 1932.
- MLYNARSKI (F.) : La réforme de l'étalon de change-or, *Revue d'économie politique*, 1930, p. 54 et suiv.
- » La crise de l'étalon de change-or. (Dans « Questions monétaires de l'heure présente », Paris, Sirey, 1932).
- MORTARA (G.) : La vie économique en Italie, *Revue d'économie politique* de 1928, p. 248 et suiv., et de 1930, p. 303 et suiv.
- MOURRE (B.) : La crise de 1921 et ses causes, *Revue d'économie politique*, 1921, p. 545 et suiv.
- NOGARO (B.) : La vie économique, Paris, 1930.
- » La question de l'or devant la Société des Nations, *Revue d'économie politique*, 1931, p. 1 et suiv.
- OLBRECHTS (R.) : Un nouveau projet de stabilisation de la valeur de la monnaie, *Revue d'économie politique*, 1914, p. 576 et suiv.
- OUALID (W.) : Leçons sur la monnaie et les problèmes monétaires, professées pendant l'année 1926-1927, Paris, 1927.
- » Conférences sur les banques, Paris-Nancy, 1927.
- » La Banque de Java, son organisation et sa politique monétaire, *Revue d'économie politique*, 1925, p. 961-979 et p. 1197 et suiv.
- » Les causes de l'afflux de l'or en France, *L'Europe Nouvelle*, 18 avril 1931.

- OUALID (W.) : Les nouvelles techniques de la politique commerciale, *Revue d'économie politique*, mars-avril 1933.
- » La réforme monétaire et bancaire aux Etats-Unis, *Revue du droit bancaire*, 1933.
- PANDEL (G. A.) : La répartition de l'or dans le monde après l'assainissement des monnaies européennes, thèse, Paris, 1928.
- PATENOTRE (R.) : La crise et le drame monétaire, Paris, 1932.
- PERROUX (F.) : L'or et la politique de la Banque de France, *Revue économique internationale*, septembre 1931, vol. III.
- PICARD (R.) : Les questions financières à la Conférence de Gênes, *Revue d'économie politique*, 1922, p. 481 et suiv.
- » Chroniques sur l'activité de la Société des Nations, *Revue d'économie politique*.
- PHILIPPE (R.) : Le drame financier de 1924-1928, Paris, 1931.
- PLEVEN (R.) : La stabilisation de la monnaie polonaise, *Revue d'économie politique*, 1928, p. 49 et suiv.
- POMMERY (L.) : Changes et monnaies, Paris, 1926.
- » L'avenir de l'étalon-or (Communication à la Société d'économie politique), *Journal des économistes*, avril 1928.
- » Les Banques d'émission et le contrôle du marché monétaire, *Revue économique internationale*, septembre 1929, vol. III.
- » Les Banques d'émission. (Dans « Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits », Paris, Alcan, 1932).

- POSE (A.) : De la théorie monétaire à la théorie économique, Paris, 1930.
- POUYANNE (H.) : Divers articles parus dans la *Revue d'économie politique*.
- QUESNAY (P.) : L'internationalisme monétaire et ses conditions d'application, *Revue de science et de législation financières*, 1932, vol. III.
- RAFFALOVICH (N.) : Les maladies du change et leurs remèdes (Communication à la Société d'économie politique), *Journal des économistes*, octobre 1920.
- RICARD (P.) : Divers articles parus dans la *Revue d'économie politique*.
- RIST (CH.) : La déflation en pratique, Paris, 1927.
- » Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires, Paris, 1933.
 - » Cours de doctorat, professés à la Faculté de Droit de Paris, 1931-1932 et 1932-1933. Publiés par les « Cours de Droit », Paris.
 - » Les Banques d'émission et l'après guerre, *Revue d'économie politique*, 1921, p. 183 et suiv.
 - » L'effort financier de la France et le problème des comptes internationaux en 1915 et 1916, *Revue d'économie politique*, 1917, p. 29 et suiv.
 - » La loi du 7 août 1926 et son rôle dans l'assainissement financier de la France, *Revue d'économie politique*, 1928, p. 5 et suiv.
 - » Les finances de guerre de l'Allemagne, Paris, 1921.

- REBOUD (P.) : Précis d'économie politique, 3 volumes, Paris, 1927.
- ROCHE-AGUSSOL (M.) : L'œuvre scientifique de quelques économistes étrangers — Friedrich von Wieser —, *Revue d'économie politique*, 1930, p. 1057-1083, et p. 1392 et suiv.
- ROGERS (J. H.) : La nouvelle politique américaine de crédit en fonction du maintien de l'étalon-or, traduction française. (Dans « Questions monétaires de l'heure présente », Paris, Sirey, 1932).
- SIEGFRID (A.) : Les Etats-Unis d'aujourd'hui, Paris, 1926.
- » La crise britannique au xx^e siècle, Paris, 1931.
- SIMIAND (F.) : Les fluctuations à longue période et la crise mondiale, Paris, 1932.
- Société des Nations : Le cours et les phases de la dépression économique mondiale, Rapport Ohlin, Genève, 1931.
- » La situation économique mondiale, Rapport Condliffe, Genève, 1932.
- » Rapport provisoire de la Délégation de l'or du Comité financier, Genève, 1930.
- » Deuxième Rapport provisoire de la Délégation de l'or du Comité financier, Genève, 1931. Rapport de la Délégation de l'or du Comité financier, Genève, 1932.
- » Documents sélectionnés soumis à la Délégation de l'or du Comité financier, Genève, 1930,

Société des Nations : Documents sélectionnés sur la distribution de l'or soumis à la Délégation de l'or du Comité financier, Genève, 1931.

- » La législation sur l'or, Genève, 1930.
- » Memorandum sur les balances des paiements et sur les balances du commerce extérieur (1911-1925), 2 volumes, Genève, 1926 et 1927.
- » Memorandum sur le commerce international et sur les balances des paiements (1927-1929), 3 volumes, Genève, 1930 et 1931.
- » Banques commerciales (1913-1929), Genève, 1931.
- » Memorandum sur les monnaies et les Banques Centrales (1913-1924), 2 volumes, Genève, 1925.
- » Memorandum sur les monnaies et les Banques Centrales (1913-1925), 2 volumes, Genève, 1926.

SURUN (PH.) : La distribution internationale de l'or, thèse Paris, 1927.

TRUCHY (H.) : Cours d'Economie politique, 2 vol., Paris, 1929-1934.

WAGEMANN (E.) : Introduction à la théorie du mouvement des affaires, traduction française, Paris, 1932.

WITHERS (H.) : Qu'est-ce que la monnaie ? Traduction française, Paris, 1932.

ZOLOTAS (X.) : L'étalon-or en théorie et en pratique, Paris, 1933.

PÉRIODIQUES.

Journal des Economistes.

Journal des finances.

Le Capital.

L'Europe Nouvelle.

L'Economiste français.

L'Economiste européen.

L'Information financière, économique et politique.

Le Temps économique et financier.

Revue d'économie politique.

Revue économique internationale.

Revue de science et de législation financières.

Sans Fil.



Vu :

Le Président de Thèse,
WILLIAM OUALID.

Vu :

Le Doyen,
EDGARD ALLIX.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris
S. CHARLÉTY.

TABLE DES MATIÈRES

	Pages.
INTRODUCTION.....	9

PREMIÈRE PARTIE

LES TENTATIVES DE COOPÉRATION DES BANQUES D'ÉMISSION DANS LA PÉRIODE DE L'APRÈS-GUERRE

CHAPITRE PREMIER. — La situation monétaire du monde dans les premières années de l'après-guerre.....	19
SECTION I. — La situation monétaire en Europe..	20
§ 1. — Les changes pendant la guerre.....	20
§ 2. — L'instabilité des changes après la guerre.	30
SECTION II. — La concentration de l'or aux Etats- Unis.....	33
§ 1. — Première période des importations d'or aux Etats-Unis : 1914 à 1920.....	37
§ 2. — Deuxième période des importations d'or aux Etats-Unis : 1920 à 1925.....	41
SECTION III. — L'attitude des Banques de Réserve Fédérale des Etats-Unis à l'égard des importa- tions d'or au cours des années antérieures à 1925.	46
CHAPITRE II. — L'assistance technique des Banques d'émission dans la stabilisation des changes euro- péens.....	57

	Pages.
SECTION I. — Les conditions intérieures de la stabilisation monétaire.....	61
SECTION II. — Les conditions d'ordre extérieur de la stabilisation monétaire.....	70
§ 1. — Le crédit ouvert à la Banque d'Angleterre en 1925 par la Banque de Réserve Fédérale.....	72
§ 2. — L'ouverture de crédit par les Banques Centrales étrangères à la Banque Nationale de Belgique en 1926.....	75
§ 3. — Les crédits ouverts à la Banque d'Italie en décembre 1927.....	78
§ 4. — La collaboration et l'assistance technique des Banques d'émission dans la stabilisation monétaire en Pologne et en Roumanie.....	79
I. — En Pologne.....	79
II. — En Roumanie.....	90
CHAPITRE III. — La répartition « dirigée » de l'or dans le monde après la stabilisation des changes européens.....	97
SECTION I. — La stabilisation de fait du franc français.....	101
SECTION II. — La politique d'escompte des Banques de Réserve Fédérale durant la période 1927-1929.....	104
§ 1. — L'abaissement du taux de l'escompte en août 1927.....	104

	Pages.
§ 2. — Le relèvement du taux d'escompte par les Banques de Réserve Fédérale en février 1928.....	111
Les effets du « boom » de Wall Street sur la situation des principales places monétaires européennes. — Le marché anglais. — Le marché allemand. — Le marché italien. — Le marché français. — Les marchés monétaires des autres pays. — Mouvements de l'or en 1928 et 1929.	

DEUXIÈME PARTIE

LES BANQUES D'ÉMISSION

ET LA CRISE ÉCONOMIQUE MONDIALE DE 1929

CHAPITRE PREMIER. — Les efforts mutuels des Banques d'émission pour le maintien de l'étalon-or durant la crise de crédit et la crise monétaire de 1931.....	129
SECTION I. — La crise de crédit et la crise monétaire et bancaire dans les pays de l'Europe centrale.....	133
SECTION II. — La suspension de l'étalon-or par la Grande-Bretagne en septembre 1931.....	142
SECTION III. — Les conséquences de la crise de crédit et de la crise monétaire de 1931.....	150
§ 1. — Les conséquences au point de vue monétaire.....	150
§ 2. — Les conséquences au point de vue économique.....	163
Annexe. — Variations des taux d'escompte des Banques Centrales durant la crise de crédit et la crise monétaire de 1931.....	169

	Pages.
CHAPITRE II. — Le manque de coopération des Banques d'émission invoqué comme cause de la crise économique mondiale de 1929.....	171
SECTION I. — Les changements récents dans la distribution de l'or et la crise de 1929.....	173
SECTION II. — L'afflux de l'or en France.....	191
§ 1. — Les causes de l'afflux de l'or en France jusqu'à la crise internationale de crédit de 1931.....	192
§ 2. — Les mesures prises par la Banque de France pour ralentir l'afflux de métal... ..	199
SECTION III. — Les avantages qu'aurait présentés un meilleur équilibre de l'or dans le monde...	205
CHAPITRE III. — La responsabilité de la coopération des Banques d'émission dans la crise économique de 1929.....	213
SECTION I. — L'extension récente du Gold Exchange Standard	225
SECTION II. — La coopération des Banques d'émission en matière de crédit.....	238
CONCLUSION.	258
La coopération des Banques d'émission a produit finalement plus d'inconvénients que d'avantages. — Le sort des prix-or actuels. — Le retour à l'étalon-or doit être effectué dans le plus bref délai possible. — Ce qu'en pensent les milieux internationaux. — Les conditions générales du bon fonctionnement de l'étalon-or dans l'avenir. — La possibilité du retour	

à l'étalon de change-or. — Cette question se rattache au problème de la stabilisation des monnaies errantes. — Limites à observer en matière d'ouverture de crédits. — Les déficits durables de la balance des comptes et les mouvements de l'or. — La Création d'un *clearing* de l'or à la Banque des Règlements Internationaux. — Objections. — Le maintien du « gold bullion standard ». — La généralisation de la clause dite d'élasticité. — La préoccupation, de la part de la Banque d'émission, en vue de stabiliser les prix. — Le rôle du crédit dans la vie économique moderne. — Les difficultés pour la Banque d'émission de choisir le moment de son intervention. — La politique de discrimination des crédits. — La vitesse de la circulation monétaire reste hors du contrôle bancaire. — Les résultats de l'intervention de la Banque d'émission doivent être, semble-t-il, plus appréciables durant la période d'essor que pendant la période de dépression. — Allusion à ce qui s'est passé aux Etats-Unis. — La solidarité des économies nationales. — La solidarité internationale des marchés monétaires, en particulier, s'est révélée très étroite. — L'utilité, la nécessité d'une coopération des Banques d'émission des différents pays. — L'avis des milieux compétents internationaux sur cette question. — Nos remarques.

BIBLIOGRAPHIE..... 289

